

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 的
影响研究

研究生姓名: 李珮瑶

指导教师姓名、职称: 聂元贞 教授

学科、专业名称: 世界经济

研究方向: 国际区域经济合作

提交日期: 2023年5月31日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李珮瑶 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 聂元贞 签字日期： 2023年6月3日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李珮瑶 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 聂元贞 签字日期： 2023年6月3日

The Influence of host country economic policy uncertainty on China's OFDI

Candidate : Li Peiyao

Supervisor: Nie Yuanzhen

摘 要

随着经济全球化的不断发展,世界各国之间的贸易关系变得越来越密切,这促进了全球经济的融合。中国正不断适应全球贸易的发展趋势,并积极拓展对外投资,以参与国际市场的竞争。然而,目前的国际政治经济形势复杂多变,中国对外投资活动也受到了较大的影响。本文深入探讨东道国的经济政策的不确定性,并分析它们如何影响中国 OFDI 规模和进入方式,这将为中国的对外经济活动提供重要的指导。

本文通过对实物期权机制、融资成本、政策信息及东道国宏观经济发展水平四种机制探讨,研究了东道国对中国投资者的投资意愿,并起到促进作用。本文构建动态面板模型,对不确定性和中国 OFDI 的关系展开实证研究,并根据实证结果,对模型进行展开说明。研究认为:(1)中国的对外直接投资受到东道国经济政策不确定性的抑制作用,而且这种抑制作用存在滞后效应。通过实证回归分析,我们发现这一结论与之前的研究结果相一致。(2)从 2005—2010 年和 2011—2020 年两个时间段 EPU 的回归系数值可以看出,2011—2020 年的负冲击更大些。因此东道国经济政策作为影响对外投资活动的重要因素应当被重视。(3)由于东道国的经济政策变化多端,OFDI 的流向也会有所不同,但是绿地投资的流向受到的影响要远远大于跨国并购的影响。

在上述研究的基础上,本文针对中国的对外直接投资发展行为,从多个视角深入探讨,并给出可供借鉴的建议。从企业的视角来看,企业发展对外直接投资应当有选择性,选择那些经济发达、基础设施完备、外商投资政策宽松的国家;强化企业研发投入,提升企业自身实力。从国家角度看,国家应转变对外投资模式、丰富对外投资的区位选择;同时保证国内政策环境的稳定性,完善相关预警机制,以便高效应对发生的问题,加快对东道国经济政策环境适应的速度;建立健全信息共享机制,加强国际交流合作,加强对金融业特别是银行业的监管。

关键词: 东道国经济政策不确定性 中国 OFDI 规模 进入方式 差分 GMM

Abstract

With the continuous development of economic globalization, the trade relations between countries in the world become more and more close, which promotes the integration of the global economy. China is constantly adapting to the development trend of global trade and actively expanding foreign investment in order to participate in the international market competition. However, the current international political and economic situation is complex and changeable, and China's overseas investment activities have been greatly affected. In this paper, the uncertainties of host countries' economic policies will be deeply discussed and how they affect the scale and entry mode of China's OFDI will be analyzed, which will provide important guidance for China's foreign economic activities.

This paper discusses four mechanisms, namely real option mechanism, financing cost, policy information and macroeconomic development level of the host country, and studies the willingness of the host country to invest in Chinese investors, and plays a promoting role. This paper constructs a dynamic panel model to conduct an empirical study on the relationship between uncertainty and China's OFDI, and explains the model according to the empirical results. The results show that: (1) China's FDI is inhibited by the uncertainty of the host country's economic policies, and this inhibition has a lag effect. Through empirical

regression analysis, we found that this conclusion is consistent with the results of previous studies. (2) It can be seen from the regression coefficients of EPU from 2005 to 2010 and 2011 to 2020 that the negative impact from 2011 to 2020 is greater. Therefore, the host country's economic policy as an important factor affecting foreign investment activities should be paid attention to. (3) Due to the variable economic policies of host countries, the flow direction of OFDI will be different, but the impact on the flow direction of greenfield investment is far greater than that of cross—border mergers and acquisitions.

On the basis of the above research, this paper discusses the development behavior of China's foreign direct investment from multiple perspectives, and gives some suggestions for reference. From the perspective of enterprises, enterprises should be selective in developing foreign direct investment, choosing those countries with developed economy, complete infrastructure and loose foreign investment policy. Strengthen enterprise research and development investment, improve their own strength. From the point of view of the country, the country should change the mode of foreign investment and enrich the location choice of foreign investment. At the same time, ensure the stability of domestic policy environment, improve the relevant early warning mechanism, so as to effectively deal with the problems, accelerate the speed of adaptation to the economic policy environment of the host

country; We will establish a sound information sharing mechanism, strengthen international exchanges and cooperation, and strengthen supervision over the financial sector, especially the banking sector.

Keywords: Host country economic policy uncertainty; OFDI; Mode of entry; Differential GM

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的及意义	1
1.2.1 研究目的	1
1.2.2 研究意义	2
1.3 文献综述	3
1.3.1 关于经济政策不确定性内涵及相关研究	3
1.3.2 关于 OFDI 及影响因素的研究	4
1.3.3 关于东道国经济政策不确定性影响 OFDI 的影响机制研究	5
1.3.4 关于东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 的总体研究	6
1.3.5 文献评述	8
1.4 研究思路与技术路线图	9
1.4.1 研究思路	9
1.4.2 技术路线图	10
1.5 可能的创新与不足	11
1.5.1 可能的创新	11
1.5.2 可能的不足	11
2 东道国经济政策不确定性与我国 OFDI 现状分析	12
2.1 经济政策不确定性趋势分析	12
2.2 我国 OFDI 现状分析	13
2.2.1 我国 OFDI 的整体规模	13
2.2.2 我国 OFDI 的行业分布	15
2.2.3 我国 OFDI 的区位分布	16
2.2.4 我国 OFDI 的投资主体	17

2.3 小结	18
3 东道国经济政策不确定性影响 OFDI 的机制分析	19
3.1 东道国经济政策不确定性影响 OFDI 规模的机制分析	19
3.1.1 实物期权价值引导	19
3.1.2 融资成本引导	20
3.1.3 政策信息引导	22
3.1.4 东道国宏观经济发展水平引导	22
3.2 东道国经济政策不确定性影响 OFDI 进入方式的机制分析	23
3.2.1 可转移优势引导	24
3.2.2 不可转移优势引导	24
3.2.3 市场规模引导	25
3.2.4 东道国制度质量引导	25
3.3 小结	26
4 东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 影响的实证分析	27
4.1 变量选取及模型设定	27
4.1.1 模型设定及变量选取	27
4.1.2 数据来源	30
4.2 基准回归结果	31
4.2.1 描述性统计	31
4.2.2 固定效应检验	32
4.2.3 内生性处理	34
4.2.4 分时间段回归分析	38
4.2.5 进入方式回归分析	40
4.3 稳定性检验	42
5 结论与政策建议	44

5.1 研究结论	44
5.2 政策建议	45
参考文献	48
致谢	52

1 绪论

1.1 研究背景

受 2008 年的金融危机的巨大影响，全球经济进入了衰退期，各个国家受此影响，实施了一系列措施保证经济的稳定，其中包括政府出台相关政策进行干预，例如中国实行了“四万亿”计划刺激经济活动，日本出台了负利率政策缓解金融危机带来的影响，欧美国家实施了量化宽松政策，以更好的应对金融危机产生的深远影响。相关政策在一定程度上促进了经济复苏，但过于频繁的政策出台使得经济政策处于不稳定的环境中，在正向刺激和调节经济的同时也增加了经济政策预期的难度。由于政策的变化以及国际大环境事件的影响，全球经济出现了剧烈的波动，其中最具代表性的是英国脱欧、新冠肺炎疫情的全球扩散，这些事件都是无法预料且难以控制的。根据 Baker 的最新统计，全球经济政策的不确定性指数从 2003 年初的 123.7 迅速攀升到 2020 年末的 251.7，这一变化可谓惊人，表明当前的经济形势正在发生巨变。

与此同时，中国对外直接投资活动的频率不断加快，投资份额也在快速增长。2015 年，中国对外直接投资流量大幅增长，达到了 1456.7 亿美元，首次位居全球第二。虽然自 2017 年起有短暂降低，但 2018 年结束时在全球中的排序并未改变。根据过去几年的数据，中国的对外直接投资增长率在 2008 年达到了 110.9%，但在 2009 年，由于全球金融危机的影响，这一数字急剧下跌至 1.1%。随后中国宏观经济调控政策出台，经济逐步恢复危机前水平且稳速增长，中国 OFDI 增速也随之回升。由此可见中国外商直接投资受相关政策的影响，且受宏观经济和政府政策的影响较大。另外，中国当前经济的发展还需要外界政策与环境的支持，面对内部转型需求与外部冲击的双重压力，中国对外直接投资的风险也进一步加剧。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

本文分析了我国 OFDI 的发展现状，总结了我国 OFDI 发展的特点与趋势，以期为我国政府及企业制定和调整对外投资政策提供相应的依据；探讨东道国经济政策不确

定性（以下简称 EPU）对我国 OFDI 的影响，以及它们的影响途径。通过分析东道国宏观经济发展的趋势，探究其对外投资政策的影响因素和机制，并结合实物期权价值、融资成本、政策信息等因素，提出有效的优化建议；通过将重大经济事件分组，从不同视角深入探究和验证东道国经济政策对投资环境的影响，并研究中国 OFDI 规模在其中所受到的影响与作用；同时深入探讨东道国经济政策不确定性对我国 OFDI 规模及进入方式的影响，为我国的 OFDI 发展提供新的思路，以促进我国经济的可持续发展。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

当前，为了实现经济发展的可持续性，中国不断加强内部循环，并通过提升开放程度来推动外部循环的发展，因此，中国的对外直接投资活动一直备受学者们的关注。在此背景下，中国 OFDI 的发展是否会受到东道国 EPU 波动这一非市场因素的影响，其内在影响机制是什么，对中国 OFDI 的进入方式有何影响，都是值得关注和研究的课题，基于此问题本文使用了理论分析、现状描述、模型实证等方法对二者的关系进行了研究和说明，并分析其对中国 OFDI 产生的影响。这为深入理解东道国经济政策不确定性与 OFDI 之间的内在关系提供了新的思路，深化了对 OFDI 影响的研究，为此提供了重要的理论参考。

（2）现实意义

通过研究东道国 EPU 波动对中国 OFDI 的影响，可以帮助中国企业更加有效地应对未知的风险，从而为投资者提供更加精准的投资决策，使他们能够更加准确地估算出投资成本、不可逆损失等因素，从而更好地把握投资机会。在当前复杂的经济形势下，中国的对外直接投资中风险并存，本文从不同维度对经济政策不确定性和我国 OFDI 进行分析，并分析其如何影响。为中国对外投资 2.0 时代的到来做好充分准备，实现经济高质量、可持续发展。制定有效战略，促进我国对外直接投资走得好、走得顺、走得稳。

1.3 文献综述

1.3.1 关于经济政策不确定性内涵及相关研究

“不确定性”一词源自富兰克，他将其定义为一种特殊的现象，即一个人在一瞬间所拥有的、可以感知的、多种多样的潜力。根据当前文献和研究，经济政策不确定性被定义为政府在不断变化的国内外形势下制定的当前政策，以及由于经济政策的不连续性和不稳定性等因素而导致的市场环境变化，这些变化最终会影响到一个国家或地区的对外投资决策。目前，国内外研究经济政策不确定性的主要途径是采用 Baker et al. (2016) 提出的 EPU 指数，更加精确地反映出经济政策的不确定性。EPU 指数是一种衡量美国经济运行的重要指标，它的数据来源于美国新闻媒体每月发布的报道。现有的文献研究主要是从两个层面展开的，包括了经济政策的不确定性如何影响微观企业行为和宏观的经济运行行为两个层面。因此，本小节将文献从宏微观两个层面进行梳理和汇总，以期总结出对政策不确定性的影响。

(1) 从微观经济角度而言，大多数学者以具体化视角为基础进行研究，其研究得到经济政策的不确定性与企业对外投资的关系呈负向相关，即抑制作用。这种抑制可能与金融约束、行业特征等具体因素有关。根据刘帷韬等 (2021) 人的研究，随着经济政策不确定性的变化，企业的投资决策可能出现错误，从而导致低效的投资行为，并且可能对企业的 TFP 产生严重的负面影响。杜群阳等 (2020) 人深入探讨了中国制造业企业在不确定的国际经济政策环境中的海外投资行为，他们基于 2006—2015 年的数据样本，得到关于企业投资行为受到抑制的结论。除此之外，一些学者已经开始探索将制度质量和东道国同本国双边政治关系作为影响外国投资行为的重要因素，并进行了深入的研究。根据研究结果，如果政府的制度质量和双方的合作关系都是良好的，那么就有效地推动本国的 OFDI。彭俞超等人 (2018) 在企业金融化趋势的背景下，通过对经济政策不确定性的影响研究中发现，在经济政策不确定性的环境下，随着经济政策环境的变化，企业的投资行为可能出现显著地下降，导致企业金融化趋势受到抑制，这种抑制作用对企业金融资产的总量产生重要影响，同时对金融资产配置结构影响巨大。谭小芬等 (2017) 对中国企业投资行为传导机制，基于经济政策的不断波动，进行分析研究表明，在经济政策不确定性的环境中，中国企业投资受到了实物期权和金融摩擦两种渠道的抑制其本质为受到了资本流动性价值的冲击。这一原

正是由于政策不确定性环境下的传导作用造成，整个上市公司的样本中体现出两种传导渠道，同时都在发挥作用，其中占有主导地位的是实物期权渠道。

(2) 在宏观经济层面，也有众多学者对经济政策不确定性环境下经济所受到的影响进行了深入研究。研究表明，当经济政策处于不确定的状态时，宏观经济所受到负面影响可能主要体现在宏观经济变量与金融资产变量的波动之间矛盾加剧从而影响经济的周期，同时对产出、就业等宏观变量也会产生负向冲击，这些因素都可能导致经济受损并减缓恢复。潘家栋等（2018）研究了内外部经济政策不确定性指数与我国贸易状况之间的关联性，内部不确定的经济政策会通过生产供给的影响波及至出口贸易，而外部经济政策的不确定性则会通过进口需求影响我国贸易量。杨永聪等（2018）通过实证分析得出，母国的 EPU 指数对该国进出口具有重要影响，当本国 EPU 增加，企业就会减少对本国的投资，进而转向对国外优质企业的投资。同时不可避免的导致汇率的波动性，不利于经济的长远发展。许志伟等(2019)首次研究了宏观经济，从实证与理论角度下探究其受到中国政策不确定性的影响，在国内的理论研究上有十分重要的意义。而罗大庆等(2020)根据中国货币政策调控的特征，研究了货币政策不确定性，如何对宏观经济产生影响。此研究是从政策规则的视角，基于数量工具和价格工具混用特征的货币政策调控体系完成的。

1.3.2 关于 OFDI 及影响因素的研究

由于中国 OFDI 的快速增长，国内外学者对其所致的影响因素关注度日益密切。研究的焦点呈现出多样化趋势，涵盖了经济因素、政治风险、投资动机和双边贸易关系等多个方面。

从国内外文献来看，Wu Hsiu Ling（2021）探讨影响中国 OFDI 的因素，特别强调制度转型时期中国经济的独特特征。本研究得到的实证结果表明，中国的对外投资更偏向于经济成熟较高的国家和地区，且国家出口将极大的促进中国对外经济交流，对外直接投资与中国出口之间存在互补关系。进口与对华 OFDI 的关系是一种替代关系，中国企业往往依靠关键零部件的进口作为获取所需技术的手段。汇率、垄断优势、外汇储备和技术密集度水平均对中国 OFDI 有显著影响，而 GDP 增长率和地理距离没有显著影响。杨莲娜等（2022）研究了中国 OFDI 在 RCEP、国家投资便利化等因素内受到的影响，研究结果表明，我国对外直接投资行为受到 RCEP 国家投资便利化

水平的正向影响，其具体体现是营商便利、金融市场和制度环境的直接促进等方面。研究表明，中国企业在东道国投资的成功率与东道国法律制度的完善程度存在一定的关联。瞿霞（2022）对东道国的法律体系建设与完备化程度与中国企业对该国的投资成功率做出了分析，结果表明，在准入阶段投资成功率与东道国法律完备呈现负相关关系，但与东道国的开放程度呈现正相关关系。蒋莎莎（2022）对一带一路 51 个国家的知识产权保护水平做了进一步研究，进而分析中国 OFDI 在其中的影响，使用了实证分析研究法研究结果表示。中国 OFDI 的流入受到沿线国家知识产权保护的促进作用，认为对外直接投资行为受到知识产权保护的调节促进。张省博等（2022）研究了 OFDI 在抑制性视角上受到双边税收协定带来的哪些影响。通过实证研究表明，中国相比于双边税收协定的非签订国会增加对其。对外投资行为，该结论受到稳健性检验的认可。龙晓柏（2021）研究认为，中国对外投资行为的形成机制与制度、质量、环境以及东道国的经济禀赋条件具有重要关系，同时也受中国与东道国总体交往的联系密切度影响。学者牛超群（2021）通过实证研究发现，东道国的经济体系会对中国的外商直接投资产生重大影响。研究发现，中国企业更愿意投资于那些拥有更优秀的经济制度的国家，就经济制度细化指标而言，中国企业更愿意选择那些注册和开办程序简单、税收负担较少的国家作为投资目标，而东道国的总体经济政策对中国企业的影响，会因为企业的投资动机不同而产生程度差异。张先锋（2021）的研究发现，中国企业 OFDI 受到东道国负面舆论的影响是显著的，但是此类的显著影响会伴随着舆论消散而呈现出周期化趋势。同时研究表明，尽管东道国政府换届对企业 OFDI 的抑制作用没有造成太大的影响，但是随着双边投资协定的签署，企业 OFDI 的负面影响也会得到缓解，其中也包含企业更加重视社会责任，加强双边经济互补性，以及增加高层互访频率等原因进一步缓解企业 OFDI 所受到的不利影响。

1.3.3 关于东道国经济政策不确定性影响 OFDI 的影响机制研究

随着全球经济环境的持续变化，东道国的经济政策面临着多种因素的挑战，包括投资效率的不确定性、不可逆性的影响、融资成本的波动以及东道国宏观经济的发展趋势。这些因素都会对 OFDI 产生重要的影响。

根据袁晓玲和吕文凯（2019）的研究结果，东道国的市场对于拥有较高技能和效率的企业可能会产生一定的限制或排斥作用，同时也基于当地的多种政策支持保护原

因，这些本国企业仍然能够保持其国内的市场与竞争力。Eden 和 Momot（2002）基于风险的未知性原因认为我国的对外投资企业在东道国处于一种“外来者劣势”，同时研究认为其主要原因是外来企业在政策信息上获取时不具有高效性，处在相对劣势的地位，进而引起投资风险进一步上升，影响中国 OFDI。曲国明（2022）基于实物期权的理论视角，对于东道国经济政策不确定性与中国企业 OFDI 设立的相关模式之间展开了实证研究，结果表明在不可逆性较高的行业中，企业会随着不确定性的上升，转向绿地投资模式，而在竞争激烈与发展增速较快的行业中，会更加偏向于跨过并购的模式，由此该研究得出经济政策的不确定性同绿地投资呈现出正相关性结论，而不可逆性与竞争程度行业增长等因素都对经济政策的不确定性产生了影响。与此同时，研究结论认为，期权等待价值的增长受到经济政策不确定性的直接影响，并且会相应使得投资活动有所减少，进而影响中国的 OFDI。蒋冠宏和曾靓（2020）研究了外部融资成本比内部融资成本高的相关问题，并从融资溢价的角度揭示了相关现象的形成原因。研究认为国际直接投资项目所处位置在国外会造成信息的不对称以及资金筹措的困难和监管的困难由此影响中国企业 OFDI。谭小芬和张文婧（2017）研究表明，在经济政策不确定性的环境下，投资标的容易出现问題，特别是资金错配和资产价格下降。资产负债表缩水会直接导致扣押物品价值下降。根据金融摩擦理论，信息不对称和银行信贷在经济政策不确定性的情况下会对融资成本产生间接影响，导致中国 OFDI 水平受到影响。谢红军和蒋殿春（2017）的研究表明东道国经济政策的不确定性于失业率之间存在一定的相关性，失业率下降意味着东道国企业自身经营状况良好，东道国在审查跨国投资活动时不需要考虑就业情况和经济增长，跨国企业直接投资的成本和难度提高，从而抑制企业 OFDI，同时，高凌云和易先忠（2019）对此问题也有所研究，其认为东道国企业会随着失业率的提高而增加退出风险，此时东道国为保证经济增长动力会更加鼓励跨国资本的投资进入，此时企业 OFDI 水平将有所上升。

1.3.4 关于东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 的总体研究

经济政策投资频繁的变动会对企业对外直接投资行为产生一定的影响。通过从东道国的视角出发，其经济政策的不稳定性与中国对外直接投资活动呈现负相关关系。对外直接投资进入方式主要有两种，包括绿地新建与跨国并购行为。当企业对子公司的资源、技术等拥有更高的控制能力时，常常采用绿地新建的方式进入。当企业想要

获得目标企业营销、研发等资源，时常采用跨国并购的方式，跨国并购的方式常面临文化冲突等风险。

杨永聪和李正辉（2018）通过应用 GMM 估计方法，对中国的外商直接投资进行了深入研究，其分析结果显示，东道国经济政策不确定性与中国对外直接投资之间呈现负相关的关系。赵晓辉（2020）研究了双边贸易增加值、出口贸易增加值和进口贸易增加值。研究结果认为，三类增加值在东道国经济政策不确定性环境下受到显著的反向影响效应。随着东道国经济政策的不确定性，双边贸易和进口贸易增加值的反向效应更加显著。中国的外商直接投资对这两项增加值带来了积极的推动力。郑淑芳（2022）对中国 OFDI 企业国际化模式的选择进行了深入的研究，发现当国内经济政策变动较大时，中国 OFDI 企业会优先考虑采用并购的方式，以应对可能出现的风险；而当东道国经济政策变动较大时，中国企业会更加倾向于采用绿地投资的方式来实现国际化。随着全球经济形势的变化，OFDI 企业的出口活动可能会遭遇负面冲击。因此，研究认为，在政策不确定性下，OFDI 企业会减少出口贸易活动。张馨岳（2022）对东道国的经济政策的变化影响进行了深入的分析，研究发现这种变化增多会对中国企业的海外直接投资产生显著的负面影响。中国企业在东道国经济政策不确定性的影响下，对外国直接投资的意愿和规模可能会受到限制。同时，企业 OFDI 受东道国经济不确定性的影响具有明显的差异性。由于在投资行为中行业、经济体、投资方及不同所有制不同，导致东道国经济政策不确定性的反应也不同。

在企业 OFDI 过程中，宏观环境变化多端，涉及行业、经济、社会等多个方面。研究表明，OFDI 过程受到东道国制度环境、腐败程度、资本市场发展水平、文化距离等多种因素的影响，这些因素在宏观经济环境中都有所体现。阎大颖等（2010）基于组织社会学的立场去研究，结合最新数据深入探讨其背后的决策原因，并通过实证检验，发现中国企业在国际市场上的投资活动与制度理论假设大体一致，即当市场经济运营机制受到东道国制度环境的帮助时，可以得到进一步完善时会受到国外企业倾向于跨国并购的选择而非合资新建。另外，企业资源和能力的影响效果，作为中介可以使东道国制度环境，间接的影响投资模式决策。綦建红等（2014）结果表明 OFDI 进入方式的选择受到文化距离的显著直接影响。随着文化差异的增加，企业越来越倾向于采用并购的方式来实现目标，研究同时也表明，OFDI 所有权结构对文化差异所受到的影响并不显著，而且文化距离通过母公司的因素对进入模式的选择有着明显的间接的影响，但是通过东道国的因素对进入方式的间接影响却远低于文化差异、母公司背

景和产业结构对 OFDI 进入方式的直接影响。周经等（2014）研究表明，在境外投资建设的方式方面，中国公司的微观特性测度指标中，除公司的强度之外，其他指标均对公司的新的投资方式产生明显的负向作用；在评价东道国的五项指标中，仅有两项指标的影响较为显著即东道国资本管制和腐败程度。关于企业海外投资股权比例安排上，随着全球化的发展，国际化程度高且具备国企性质的外资企业更倾向于采用全资的方式进行境外投资，仅有东道国资本管制作为评价东道国因素变量的指标，受到经验数据的很大影响。

1.3.5 文献评述

通过对已有国内外文献的梳理研究，从五方面进行总结梳理。首先，对于经济政策不确定性的测量规则上，从单纯的政治选举、官员更替等简单的估计，到通过系统的统计方法得到量化的结果，并得到了后继学者的普遍接受，从而使得后续的研究更具科学性和合理性；就经济政策的不确定因素而言，大多集中在企业微观层面和国家宏观层面，不确定性在影响企业微观行为之后，必然会影响到宏观经济的运行；关于影响效应的研究，在各个阶段的研究中都存在有差别，这很有可能是因为样本时间的选择、样本国家的选择以及模型的构造等原因造成的。其次，本文将从资源配置导向、实物期权导向、金融摩擦导向以及东道国的宏观发展的角度，对我国对外直接投资的作用机理进行探讨。再次，针对东道国经济政策不确定因素与 OFDI 之间的关系，国外学者在此方面进行了较早的探索，并从多个角度对其进行了影响结果差异的探讨，但中国在这方面的探索却相对较晚。最后，针对已有研究从企业的制度环境、腐败程度、资本市场的发达程度和文化距离等方面对企业的准入模式进行分析研究。

综上所述，尽管有大量研究聚焦于一国 EPU 与中国 OFDI，但是对于经济政策不确定性的研究较为集中地关注于了经济增长、产业升级、进口与出口等方面，而对于中国 OFDI 的研究则主要地关注于其现状、区位选择、投资动机等单视角。本文将基于此视角从多视角研究分析东道国 EPU 变动对中国 OFDI 的综合影响。

1.4 研究思路与技术路线图

1.4.1 研究思路

本文中，东道国的 EPU 变化与中国 OFDI 是两个主要的研究问题，深入探讨东道国经济政策不确定与中国 OFDI 是否存在互动关系。首先，按照调查内容的要求，对调查资料进行梳理并绘制图表，从量化的角度，更直观的反映出东道国 EPU 与中国 OFDI 的趋势特点与变化规律。其次，进行定性分析，并对其产生的原因和机理进行阐释，进而提供理论和实践依据。文章第四章大规模使用计量经济学的模型，选择了 2003—2020 年 20 个样本国家的数据建立模型，并对其进行了实证检验，采用固定效应和差分 GMM 法进行回归估计。同时通过分段进行异质分析，以及验证东道国 EPU 对中国 OFDI 进入方式的影响。根据实证结果，为促进我国对外直接投资的发展，本文从东道国经济政策不确定性的角度提出行之有效的政策建议。

1.4.2 技术路线图

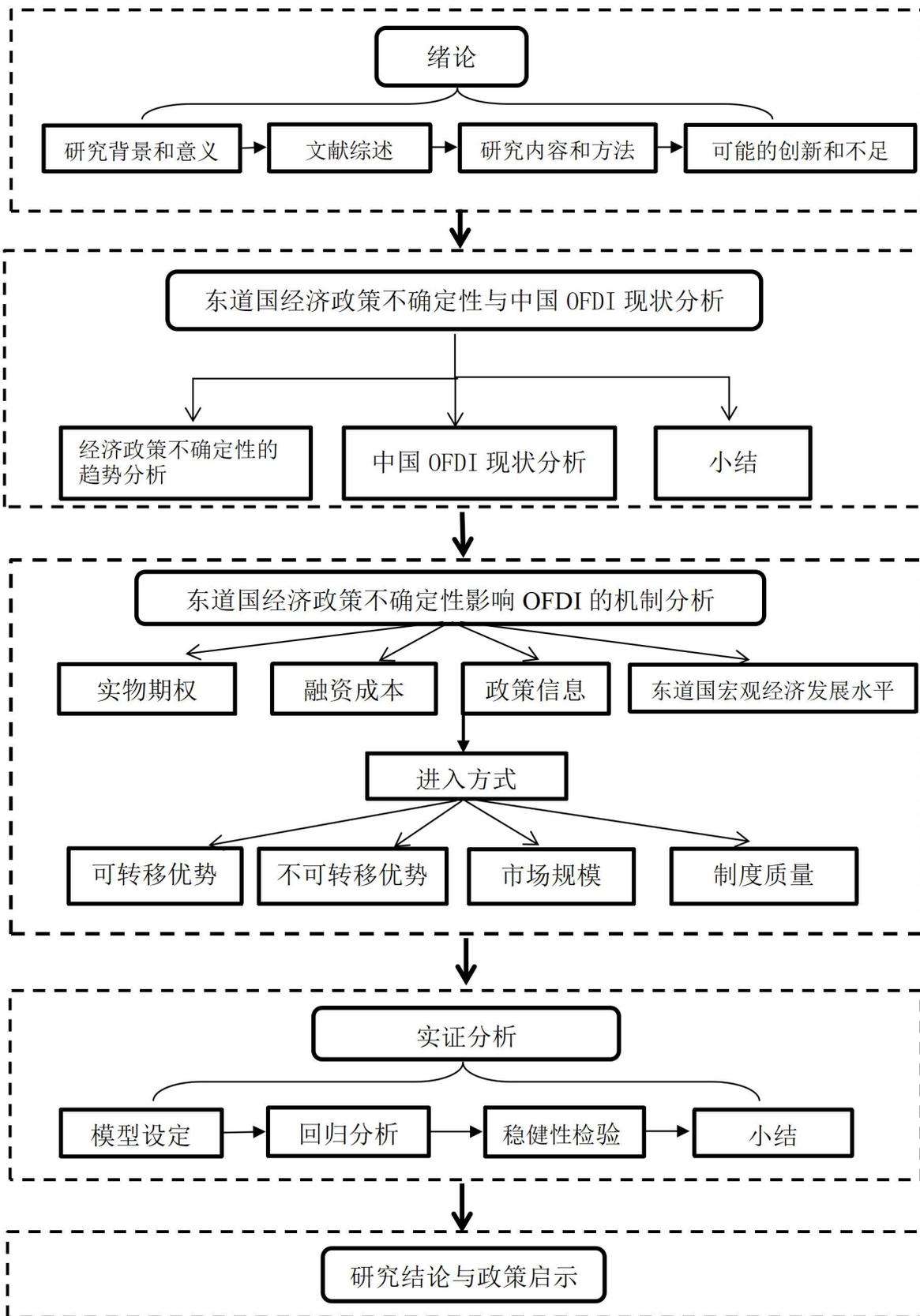


图 1.1 技术路线图

1.5 可能的创新与不足

1.5.1 可能的创新

本文结合中国 OFDI 的总体情况，从对外直接投资的角度出发，对对外直接投资的进入途径做了进一步的延伸。根据已有的文献，并基于东道国经济政策不确定性的原因视角，进一步探究了中国 OFDI 和绿地投资对不同进入模式下，对于 OFDI 规模产生的影响，这是对于经济政策不确定性和外商直接投资关系的一次创新性研究。

1.5.2 可能的不足

Baker 等人所研究的全球经济政策不确定性指数覆盖范围稍有欠缺，仅涵盖中国、美国、日本、俄罗斯等 20 个国家和地区，样本数据相对有所欠缺，使得无法获得充分的信息，与东道国的经济状况的分析存在一些误差。

2 东道国经济政策不确定性与我国 OFDI 现状分析

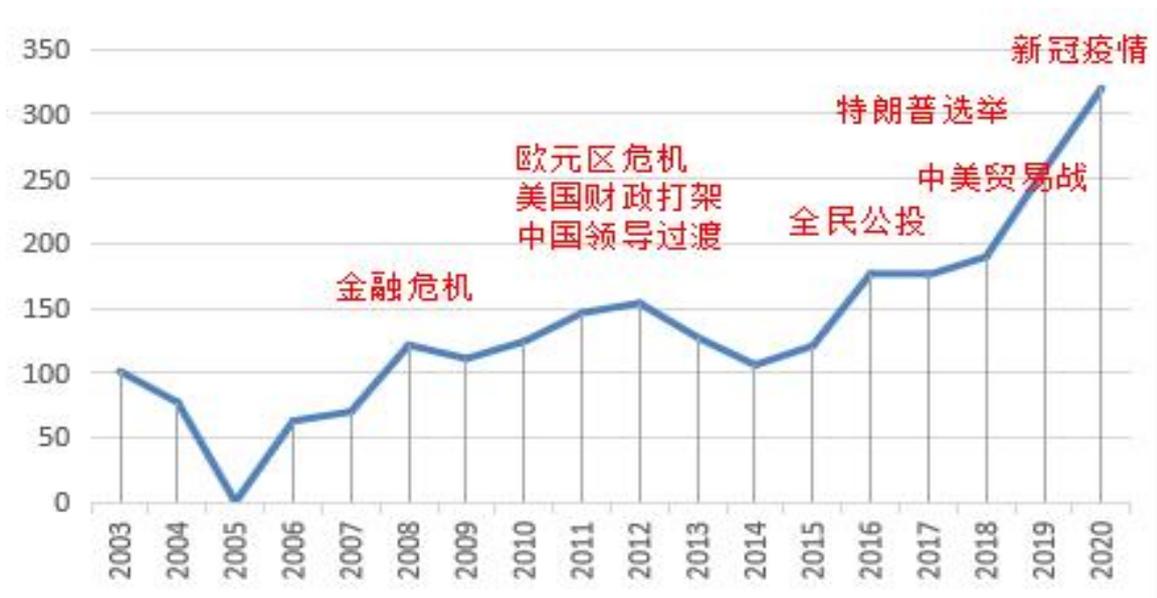
在后疫情时期，全世界都面对着经济下行的压力，同时也出现了一波又一波的反全球化浪潮，全球经济中的各种不确定因素不断涌现，为了解决宏观经济中的内外部两难局面，各国纷纷推出各种经济政策，但这也使得全球经济政策的不确定性进一步加大。在此背景下，本文将从两个方面来阐述中国对外直接投资在这一大环境下所面临的一些问题。第一部分主要从宏观上对宏观上的不确定因素进行了分析，并从宏观上对经济政策的不确定因素进行了分析；第二部分是基于以上理论，对中国 OFDI 的总体状况进行了全面的分析，包括 OFDI 的总体规模，OFDI 的区位选择，以及 OFDI 的产业分布，从而为下一章的研究提供了一定的参考。

2.1 经济政策不确定性趋势分析

经济决策中的不确定性的来源是多种多样的，它既包括了经济、金融政策方面的变动，也包括了诸如战争、恐怖事件等突发性的外界事件。在国家针对这些事件做出政策回应的时候，经济决策中的不确定性也会增加。从 2003—2020 年，图 2.1 展示了全球经济政策的不稳定性变化情况。根据图 2.1，2003—2007 年和 2009—2011 年，全球 EPU 的变动趋势相对平缓，并且处于一个相对低的水平。然而，经过“911 事件”、“2008 年金融危机”、“2016 年特朗普政府选举”一系列经济环境及政策变化后，中国 OFDI 的表现有所回落。这一现象在 2015 年以后尤其显著，在图 3 中可以看到，EPU 指数在持续攀升，图 2.1 中 OFDI 持续下滑。这说明，在当前的全球经济下行时期，多个国家为了应对经济危机而采取的后续措施无疑是导致这种不确定性的不断增加的重要原因。此次改革与许多重要的全球性事件相似。国际大事件的发生可以极大地影响到全球的经济，它们不但可能导致全球经济的剧烈波动，更可能引发全球性的变革，使得全球经济政策的变化更加复杂，更具有不确定性。从图 2.1 来看，随着时间的推移，全球经济的不稳定性显著增加，尤其是 2020 年，其不稳定性甚至达到了历史新高。

虽然在疫情危机过后经过各国经济反应政策的稳定效用下，世界经济已经恢复了一些，但是世界经济仍然处在一个衰退的周期之中。一方面，不同国家之间的经济恢复进程具有不同程度的非同步性，最终会导致不同国家之间的对策不一致，而政策的

避险又加大了政策的不确定性。另外，最近两年，随着国际地缘政治的频繁发生，全球的政治不确定性也在不断扩散。与此同时，在经济下滑的过程中，世界经济的整合受到了影响，世界的供应链也受到了影响，这使得世界经济的政策不确定性依然会保持在很高的水平。这一点与当前日益严峻的国际经济局势不谋而合。



数据来源：经济政策不确定性官网

图 2.1 全球经济政策不确定性指数趋势图

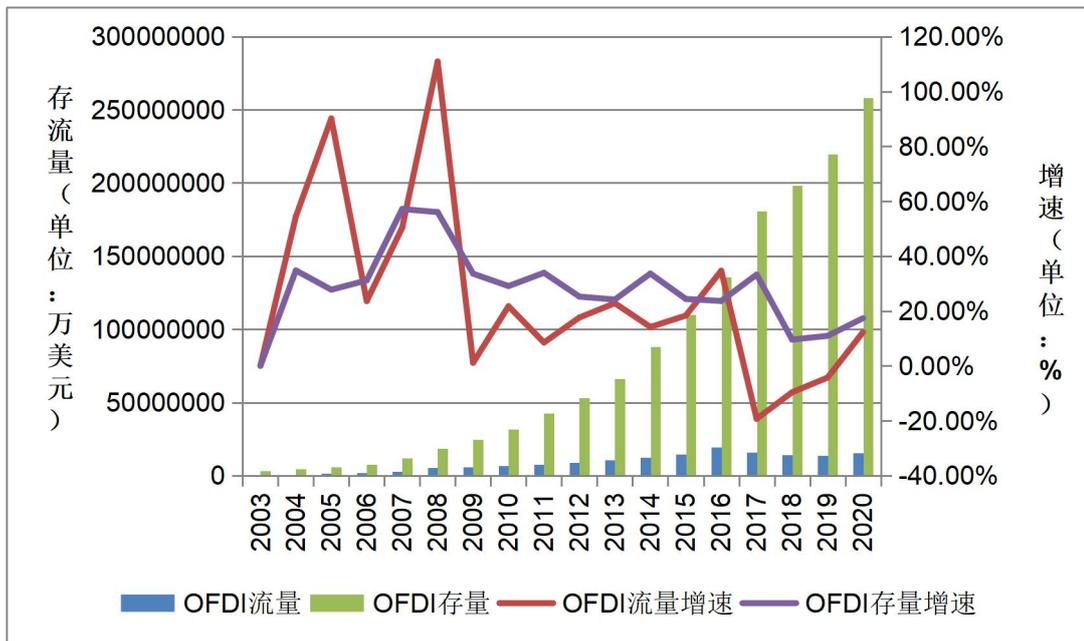
2.2 我国 OFDI 现状分析

2.2.1 我国 OFDI 的整体规模

对外直接投资的规模是全球经济增长的关键因素，它反映出各国在推动全球经济一体化方面的能力，以及在资本流动中的掌控能力。根据联合国发布的《2021 世界投资报告》，2020 年全球 OFDI 总额下降 39.4%，其中，发达国家的 OFDI 总额 3471.6 亿美元，降幅高达 55.5%，占全球 OFDI 总量的 46.9%。来自发展中国家的外国投资为 3871 亿美元，较上年同期减少 7.1%，占 52.3%；转型经济体为 56.4 亿美元，占比 0.8%。中国 OFDI 在 2020 年实现了逆势环境下的增长，达到了 1537.1 亿美元，在全球的比重为 20.2%，成了有史以来第一次 OFDI 居于首位。从 2003 年中国官方公布的

OFDI 统计资料来看，中国已经连续 9 年排在了 OFDI 的前三位，其在世界上的贡献与作用越来越明显。到 2020 年，OFDI 流量比 2002 年增加了 57 倍，平均每年增加了 25.2%。“十三五”期间，中国 OFDI 累计达到 7881 亿美元，比“十二五”增加了 46.2%；中国 OFDI 在世界 OFDI 中的份额已经连续 5 年上升到 10% 以上，并在世界 OFDI 中占有越来越重要的地位。在双边投资方面，中国在 2020 年的 OFDI 比实际吸收的外资（1493.4 亿美元）稍高一些。在 2013—2020 年间，外资流入已达到 11647.4 亿美元，占到了 OFDI 总量的 45.1%。

2020 年末，中国 OFDI 总量为 25806.6 亿美元，比上年增长 3817.8 亿美元，是 2002 年 OFDI 总量的 86.3 倍，在世界 OFDI 流出存量中的比重，从 2002 年的 0.49% 上升到了 6.6%，排名也从第 25 名上升到了第 3 名，排在美国（8.1 万亿美元）和荷兰（3.8 万亿美元）之后。但是，在时间上由于中国对外直接投资与他国相比较晚，相比于与美国等经济极为发达的国家，OFDI 的存量规模还存在很大的差距，中国的总量只有美国的 31.7%。



数据来源：中国对外投资公报

图 2.2 中国对外投资存流量

2.2.2 我国 OFDI 的行业分布

在我国改革开放之初，由于对世界经济形势的不熟悉，我国的“走出去”途径以出口贸易为主，而且在我国的对外投资范围也比较狭窄，仅限于出口和加工，对外直接投资的行业已经越来越多。2020年，中国的对外直接投资囊括18个国家的主产业，其中，租赁和商务服务、制造及金融业等投资规模已经超过了100亿美元，促进中国经济发展。租赁业和商业服务业仍然是最受欢迎的行业，而制造业紧随其后。在租赁业和商业服务方面，投入的资金为387.2亿美元，较上年同期减少了7.5%。其中，制造业为258.4亿美元，较上年同期上升了27.7%，占有了16.8%的比重。批发和零售业总额为230亿美元，较上年同期增加18.3%，其中有15%占有一席之地。金融行业为196.6亿美元，较上年同期下跌1.5%，所占比重为12.8%。在这四个方面，共投入1072.2亿美金，占总交易额的69.8%。

表 2.1 2020 年中国对外直接投资流量行业分布情况（单位：亿美元）

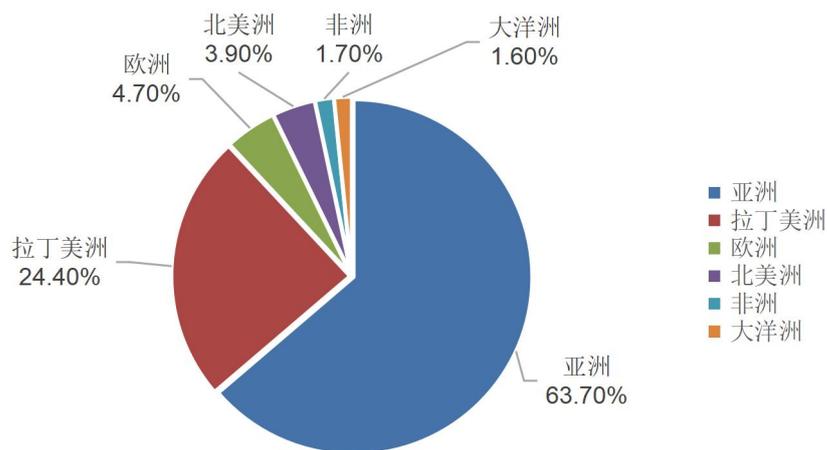
行业	流量	同比 (%)	比重 (%)
合计	1537.1	12.3	100
租赁和商务服务业	387.2	-7.5	25.2
制造业	258.4	27.7	16.8
批发和零售业	230	18.3	15
金融业	196.6	-1.5	12.8
信息传输/软件和信息技术服务	91.1	67.7	6
建筑业	80.9	114	5.3
交通运输/仓储和邮政业	62.3	60.6	4
采矿业	61.3	19.5	4
电力/热力/燃气及水的生产和供	57.7	49.1	3.7
房地产业	51.9	51.8	3.4
科学研究和技术服务业	37.3	8.7	2.4
居民服务/修理和其他服务业	21.6	29.3	1.4
农/林/牧/渔业	10.8	-55.7	0.7
卫生和社会工作教育	6.4	178.3	0.4
水利/环境和公共设施管理业	1.6	-40.7	0.1
教育	1.3	-80	0.1
住宿和餐饮业	1.2	-80	0.1
文化/体育和娱乐业	-21.3	0	-1.4

数据来源：中国对外投资公报

2.2.3 我国 OFDI 的区位分布

对中国 OFDI 的区位分布在不同投资动机下的差异性进行研究是十分必要的。截至 2020 年底，我们对外直接投资的范围已扩大到世界上 190 多个国家（地区），亚洲已有 1.48 万亿美元的投资额；中国在拉丁美洲的总投资额达到了 0.63 万亿美金，与上年相比，该地区的总投资额增长了 88%。而欧洲，北美洲，非洲，以及大洋洲，加起来只有 12%（如图 2.3）。可以看出，我国对外直接投资区域分布极不平衡，主要以亚洲和南美等发展中经济体为主。对欧美等先进国家缺乏足够的投入，我国以 OFDI 为主导，以获得独特的竞争优势。由此可以看出，我国对外直接投资对资源丰富、市场开放和技术发达的国家的偏好。

另外，在国际上，我国 OFDI 在世界上的分布也比较集中。从表 2.1 可以看出，在 2020 年底，我们向美国等世界上排名靠前的五个国家和地区，投入了 2.19 万亿美元，所占的总投资额达到了 84.8%。此外，在 2020 年，我国的投资范围几乎涵盖了全世界，但是，投资存量排名前五的国家（地区）占据了超过一半的投资额，这说明了我国的 OFDI 过于集中在一些国家或地区，这也反映出了我国的投资战略比较单一，投资水平不高。因此，改变对外投资方式，丰富对外投资地点，以实现投资结构的优化，是当前我国企业面临的一个重要课题。



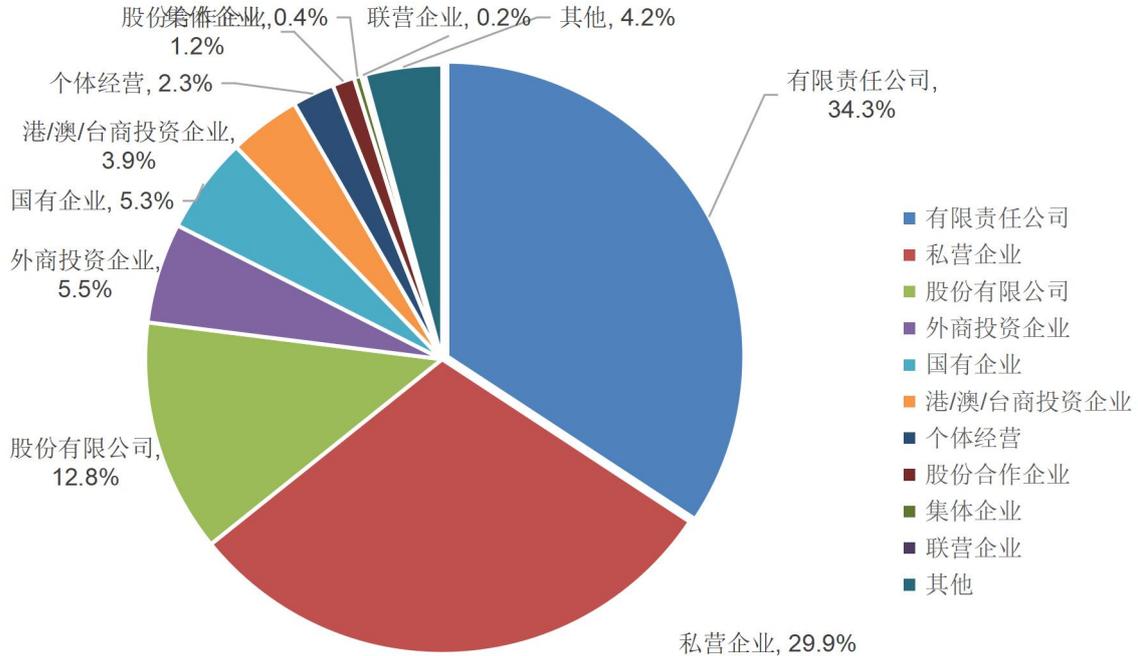
数据来源：中国对外投资公报

图 2.3 2020 年中国对外投资存量地区分布情况

2.2.4 我国 OFDI 的投资主体

到 2020 年底，中国 OFDI 的投资主体（以下简称：境内投资者）总人数已经超过 28000 家，根据证监会的登记注册数据，有限责任公司的比例降低了 4.1%，但其依然是中国最大的境外投资主体。其次是私营企业，它们的比例为 29.9%，股份有限公司的比例为 12.8%。此外，还有 5.5% 的外国企业和国有企业，以及 3.9% 的企业专门从事港澳台的投资。个体经营仅有 2.3%，而股份合作制、集体制、联营和其他形式的参与者则占据了 1.2%、0.4% 和 0.2% 的比重。

2006 年以后，中国国有企业的 OFDI 存量占比发生了显著变化，总量由 81% 降至 50.1%，但是，随着非国有企业的发展，它们利用其独特的优势，迅速推进 OFDI 的进程，国企的比例也随之发生了变化，直至 2017 年，非国企的比重第一次超越国企，成为中国 OFDI 的主要来源。可以看出，在我国“走出去”进程中，非国有企业的作用日益凸显，其主要原因，一方面是由于一些国企已经转型为股份有限公司，另一方面也是由于政府对私营企业的高度关注，制定了一系列的优惠政策，鼓励私营企业到国外进行投资。



数据来源：中国对外投资公报

图 2.4 2020 年末境内投资者按登记注册类型构成

2.3 小结

本章共分为两个部分，重点介绍了东道国经济政策不确定性变化趋势和我国 OFDI 现状情况。第一部分，深入分析东道国经济政策不确定性趋势变化，在 2020 年，全球经济政策的波动较大，这使得全球经济受到了很大的冲击，全球经济发展速度出现了显著的放缓，而且可能会持续一段时间。在这一时期，许多国家都采取了相对保守的经济政策，这也使得全球经济政策的不确定度不断上升。因此，2020 年成了全球经济发展历史上一个新的节点，使得各国都面临着严峻的挑战。第二部分，介绍了中国 OFDI 现状，包括 OFDI 规模变化、行业和区位分布情况以及投资主体特征。研究结果表明，中国对外直接投资的规模表现为先扩大后收缩；对外直接投资的行业分布呈现出多样化、集中的特点，包括商业服务业、金融服务业、制造业等，其中以第三产业为主；我国对外直接投资在区域上的分布也很不平衡，以亚洲和南美为主，而对发达国家的直接投资相对较少。目前，我国的投资主体已经出现了多元化，国企和民企相互补充，而非国企中，股份制公司和民企更具有市场活力。

3 东道国经济政策不确定性影响 OFDI 的机制分析

随着经济全球化程度的不断深化，越来越多的国家（地区）开始走出家门，去拓展国外的市场，开始在国外开展投资，经济政策不确定性对我国 OFDI 的影响主要体现在 OFDI 规模及进入方式上。因此，本章的机制研究主要是对 OFDI 规模的影响机制分析与进入方式的影响机制分析，为下文的实证分析研究奠定基础 and 提供方向。

3.1 东道国经济政策不确定性影响 OFDI 规模的机制分析

基于东道国视角而言，经济政策的不确定性对中国的对外直接投资产生了负向相关关系。通过实施实物期权机制、降低融资成本、提供有效的资源信息以及改善东道国的宏观经济状况，可以有效地缓解东道国经济政策的不确定性带来的影响，从而改善中国投资者的总体投资意向。随着东道国经济政策的波动性不断增加，实物期权机制、融资成本引导以及资源信息引导等措施将有效地抑制外国投资，但同时也将改变东道国的市场宏观经济发展水平，从而影响其外资吸引能力，进而影响我国投资者的对外直接投资。本节旨在深入探讨我国 OFDI 的实际情况下，着重研究经济政策不确定性对我国对外直接投资规模如何产生影响，以期为企业投资规模的扩大提供有效的支持，并为后续研究提供有力的依据。

3.1.1 实物期权价值引导

随着东道国经济政策的不确定性增加，对其外国直接投资的影响也变大，其中最显著的表现就是通过实物期权机制来吸引外国投资者。一方面，随着经济政策的不断变化，市场的“待价而沽”的风险也在不断增加，从而导致了投资者在市场中的“观望”行为。另外，当其他因素都一样时，投资的不可逆程度愈高，等待期权的价格愈高，而外商直接投资一般是针对特定资产的长期投资，所以反向投资的费用也会较高。因此，在东道国的经济政策存在高度不确定的情况下，OFDI 的不可逆性使其更为慎重，更易出现“延期”行为。

根据韩国高（2014）、李凤羽和杨墨竹（2015）的分析表明，由于投资的不可逆性，国家的经济政策的波动现象将会极大地影响到对外投资。就 Funke 的研究结果而言，Chen 和 Funke 的实证结果都显示，在 Funke 的影响下东道国政策的不确定性对 OFDI 的影响更为显著。根据实物期权的基本原理，在不确定的市场环境下，公司往往会选择观望，谨慎行事。然后，在这个等待的过程中，有可能错失相对较好的投资时机，也就有了等待的机会成本。在政策制定者们认为，在他们认为经济政策的不确定程度降低和投资回报率已经接近他们所期望的程度的时候，他们就开始进行海外投资。投资者们会基于投资行为不可逆情形将当前的投资机会视为一种具有涨幅空间的期权，对此种期权的选择本质上就是对外投资的选择，这就意味着他们将失去了在未来获取更多价值的机会，即便是在未来的不确定性增加，会造成市场的恶化，他们也要履行约定，将期权合约履行完毕。由于经济政策的不确定，股票的等候值会上升，而随着投资门槛的升高，则会减少股票的投资行为。与此同时，基于期权定价理论，国家如果面临经济政策波动性不断增加的情况，那企业将会面对巨大的资金链压力，因此决策者可能会选择继续等待，这可能会对其对外投资的决策产生抑制作用。

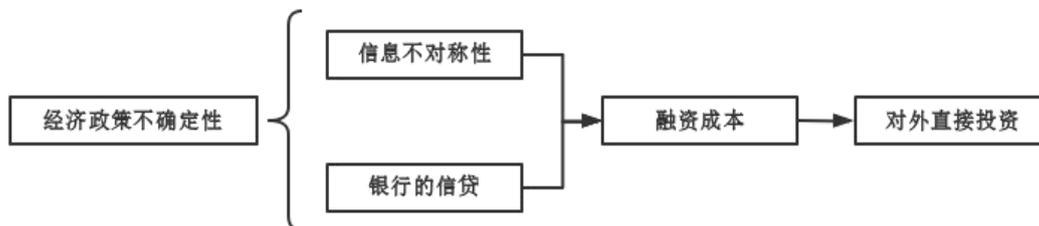
在这种情况下，由于受到了实际选择权的作用，在未来一段时间内，当东道国的经济政策不确定指数提高时，OFDI 的规模将会出现某种程度的降低。在不确定的风险中，以及在未来一段时间内，资产不能被全部兑现的假定下，随着经济政策的不确定性的提高，投资收益率方差的增大，将会导致当期的资产投资出现下降，并且，随着兑现的困难程度的提高，这种抑制效应会变得尤其格外明显。



3.1.2 融资成本引导

2008 年的金融危机对全球经济造成的影响巨大，金融资产价格剧烈波动，这也引发了学者们对金融市场摩擦对国外直接投资的重要性的深入研究。在金

融市场中，买卖双方在购买金融产品过程中，往往会遇到一些难以解决的问题，由于不完全的信息结构，使得买卖双方之间的信息不对称，使得买卖双方难以进行有效的买卖，使得买卖双方之间的交易费用大大提高。其中，信息费用、控制费用、监管费用和市场区隔费用是最重要的交易成本。此外，还存在着对进入门槛的限制和交易控制等直接融资摩擦，它们共同组成了“金融摩擦”。在金融摩擦的基础上，本文重点分析了造成一系列的间接融资成本的升高，从而对海外直接投资的决策产生影响。金融摩擦的作用机理有两个方面：一是因为资金与贷款之间的信息不对称，从而导致了风险溢价的提高。进而，由于资金问题，对外直接投资会被缩减，从而产生企业外部融资溢价，最终对当期对外投资决策造成影响，进而抑制企业对外投资。二是借款人在需要资金的时候，会向符合条件的金融机构申请抵押。主要体现在银行对企业的风险以及偿付能力的评估会在经济政策的不确定环境下变的更加复杂和困难，在此背景下企业可能需要有抵押物等条件下才可获得贷款，致使贷款融资成本提高，然而经济政策的不确定性也使得企业面临这资金短缺等影响，上述因素将会导致抵押品的资金价格下降，进而会对贷款产生较大的影响。



基于这一点，本文认为，金融摩擦可以通过企业的外部融资补偿和银行的信用限制，对企业的 OFDI 决策产生重要影响。随着金融市场的变化，企业的投资决策以及外部融资的成本都受到了显著的影响，当金融摩擦加剧时，企业将面临更多的经济政策不确定性，这将迫使他们减少在当地的投资。以金融摩擦理论为基础，本文重点分析了引起一系列的间接融资成本的升高的因素，从而探究如何对外商直接投资的产生影响以及产生怎样的影响。

3.1.3 政策信息引导

政策数据对于我们来说非常宝贵。由于东道国经济政策的不确定性，市场上政策信息分配的不均衡性加剧，使中国 OFDI 面临更大的风险，造成中国外商直接投资的减少的现象。中国 OFDI 不同于东道国的国内投资，其在获得与了解相关政策信息方面存在着较大的不足。当政策变化发生时，东道国与中国两个国家的资金对于信息的接受性有不同的反应，对于政策变化，东道国与外资对信息的接受度是不同的。当政策具有高度的不确定度时，外资能从政策中得到的有效信息相对于本国企业而言更少。而对于一个相对平稳的国家，外资可以有充分的时间来了解其所包含的政策内容，从而使得政府与外资之间的信息分配更为均衡。在这种情况下，东道国的经济政策具有更大的不确定性和更多的变化，从而导致了更多的不公平竞争。中国在海外投资中所面对的竞争风险愈大，其在东道国的投资也就愈小。同时，由于中国面临着越来越多的国家参与，越来越多的市场导向，越来越少的企业参与，使得中国在海外投资中面临着越来越大的风险。随着经济政策的不断变化，产业与区域之间的资源配置失调问题日益突出。国内的低效企业由于受到了国家的多种保护而得以生存，而国外的高技术、高效益的企业则受到了限制，甚至被迫移出了东道国的市场。

当东道国的政策存在较大的不确定因素时，更多的政策信息和更多的政府介入将会增加中国 OFDI 的风险，进而对中国 OFDI 造成更大的冲击，造成中国 OFDI 的减少，最后影响到中国 OFDI 的现实发展状况。



3.1.4 东道国宏观经济发展水平引导

经济政策不确定性会对东道国的市场规模、居民消费能力、汇率波动和进出口贸易等宏观经济发展水平产生影响，也正是基于此原因会直接的影响中国对东道国的直接投资。

首先，东道国的市场规模和居民的消费水平的提高，我们的投资回报也会随之提高。研究发现，中国 OFDI 对东道国的吸引程度与其经济规模呈正相关，同样和消费水平成正相关。然而，一国的经济政策具有较大的不确定因素，会严重影响到该国的对外直接投资意愿。据第一章文献部分所述，在当前关于经济政策不确定性与消费关系的研究中，研究的理论层面和实际检验层面都将证实，经济政策不确定性的增加会影响一国的各项经济发展指标，并且其与指标大多是负向相关，以至造成不利影响。所以，随着东道国经济政策不确定波动性的不断提高，那么会对其总经济水平、消费投资水平等造成不利的影响，影响对外直接投资流入。其次，外汇是影响外资投资回报率的主要因素，也是影响外资投资的主要因素。随着汇率的波动幅度越来越大，外国直接投资者所面对的风险也会越来越大，从而会对外资的流入造成一定的影响。而在经济政策的不确定性波动不断增加时，一方面，有关的政策变化会对汇率造成一定的影响，另一方面，市场也会达成相应的解决措施，从而引起汇率不断的波动。因此，一个国家的经济政策不确定将会导致另一个国家的货币波动性加大，从而对另一个国家的对外直接投资产生影响。

最后，东道国通过失业率和真实利率机制也会对我国 OFDI 产生影响。在东道国，越来越多的不确定因素增加了失业率。此背景下，东道国企业的退出风险会上升，从而降低其对东道国的 OFDI 的吸引力。中国公司在海外的发展受到了很大的限制，因为在海外利率水平越低，则会导致东道国在海外的发展越好，同时也会导致中国在海外的发展受到一定的阻碍。高利率表明，中国公司在海外的投资会受到影响，其所处的国家也会受到影响，因此，中国的海外投资也将会受到一定程度的影响。

3.2 东道国经济政策不确定性影响 OFDI 进入方式的机制分析

对外直接投资的进入渠道可以包括绿地投资与跨国并购两种不同方式。通过建立分支机构，绿地投资旨在把本土的经济活动拓展至全球范围，以提高企业经济增长生产能力。跨境并购旨在通过购买目标国家的公司的资产、股份以及其他相关的资源，来实现对目标国家企业的部分或全部控制。这种方法通常包括购买目标国家的市场份额、品牌形象、技术能力等。以上两种途径加在一

起，形成了中国对外直接投资的总体规模。为此，本研究在蒋冠宏（2017）的基础上，将企业进入模式划分为“可转让的利益”和“非转让的利益”。然后，本项目将引入东道国的制度和市场，从不同的两个方面分析中国企业对外直接投资的进入路径选择，从而奠定后续文章的发展。

3.2.1 可转移优势引导

蒋冠宏（2017）指出，企业具有两个非常独特的优势，包括“可转移优势”和“不可转移优势”。中国对外企业的“可转移优势”是指企业的独特优势会伴随着对外直接投资而形成其在东道国的独特优势，例如技术、R&D 能力、规模和资本结构等，突出的体现在企业生产效率及资本密度上。中国对外直接投资的市场进入战略具有自己的特征，因此，必须针对自己的独特优势，进行相应的战略选择。首先，中国高生产率企业在国际市场上的竞争优势决定了其在海外市场的竞争优势，而低生产率企业在海外市场上更容易获得“新”的市场机会。其次，企业的规模反映了其有形资产的多少，当企业的生产装备和可利用的资源都比较丰富时，就会更加愿意采用跨国收购这一切入点。资金密集度越高的公司，对外开发的公司，其生产力水平越高。资本充裕时，跨境并购进入模式能使并购企业在最短时间内掌握相关技术、设备和管理经验。因此，中国 OFDI 企业中，有很高的生产率、规模越大，资金密度越大的企业越倾向于跨国收购进入所在国家或地区。

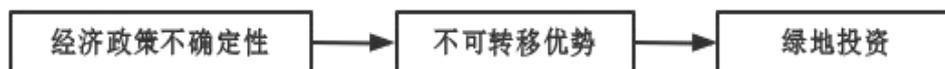


3.2.2 不可转移优势引导

非转让性优势，即能为公司提供“准租金”服务的技术，往往具有一定的独特难被复制，因此很难将其应用于其他领域。鉴于当前环境，企业在海外投资时，越来越多地选择以绿地投资作为出发点，以此来保护其自身的经济。公司的性质也决定了公司特有的优势。发达国家的跨国企业大多具有较长的历史

和成熟的海外经营管理和丰富的国际化经验。然而，中国企业和西方国家相比，却有很大的不同，中国跨国公司的竞争优势来自中国的规模、低成本地生产和市场营销能力，而这种优势是基于自身的特点，不可能被复制并移植到东道国。当一个企业的特殊优势来自其自身的销售能力，这将有利于其在所在国构建其营销网络，从而减少其跨国收购的需要，而绿地则可减少其所带来的沉没成本。

所以，中国对外直接投资公司中，利润水平较高的公司更有可能通过绿地投资来进入东道国市场。



3.2.3 市场规模引导

在进行 OFDI 的过程中，由于各国的发展程度不同，企业在 OFDI 中所要承受的投资费用也就不同。在本文中其经济发展程度通常选取东道国市场规模这个指标来衡量。具体而言，市场规模将会给国家经济发展带来积极效应，即市场规模带动市场需求，同时便于企业快速进军并获取相应的市场份额，东道国的市场大小对企业并购模式有明显的正向影响。

所以，中国公司在拥有更大的市场份额时，会更愿意通过跨国收购这一途径来进入。

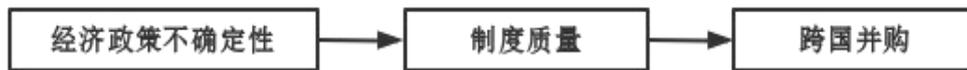


3.2.4 东道国制度质量引导

东盟成员之间除了各自的经济的发展程度不同之外，其所处国家的体制素质也有一些不同。部分东道国减少投资对象间的信息不对称，从而减少企业的经

营成本，是因为这些国家拥有较高的制度质量；在体制不完善的国家，投资者在获取信息上投入更多的精力，从而导致了交易费用的上升，而在这种情况下，“并购”可以有效地发挥东道国本土化的优势，打通体制壁垒，提升外资企业的运营效率。

因而，在制度质量较差的国家，外资企业往往采用并购方式进入。



3.3 小结

本章共分为两个部分，重点介绍了东道国经济中政策不确定性对中国 OFDI 规模的影响机制分析与进入方式的影响机制分析。第一部分主要是对中国对外直接投资的发展状况进行分析，以便更好地了解当前的国际经济状况以及中国对外直接投资的发展状况。东道国经济政策不确定性主要通过实物期权机制引导、融资成本引导和资源信息引导和东道国宏观经济发展水平四种机制影响我国投资者的整体投资意愿的变化，经济政策不确定可能对中国对外直接投资产生负面影响。第二部分，我国对外直接投资的市场模式有绿地投资、跨境收购等。在研究了进入模式的作用机理后，本文将其划分为“可迁移的利益”和“非迁移的利益”。基于这一点，本文将引入东道国的制度和市场，并将微观和宏观两个方面相结合，分析各个方面对中国企业 OFDI 的进入路径选择产生的作用，为后文实证研究打下坚实的基础。

4 东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 影响的实证分析

在此基础上，本文对中国对外直接投资的影响因素进行了系统的研究，并结合前文对我国对外直接投资的影响因素进行了深入的探讨。本章拟构建动态面板模型，对不确定性和中国 OFDI 的关系展开实证研究，并根据实证结果，对模型进行展开说明。目前可获取的经济政策不确定性指数的国家数量有限，因此，本文拟在 2003—2020 年的 20 个主要经济体中，得到 340 个观察值。根据 PPP 调整后的价格，样本国的产量超过了世界总产量的 75%。从 OFDI 的东道国分布情况来看，上述区域 OFDI 的流入在 2020 年达到了世界 OFDI 的 75% 左右，这说明本文选取的 20 个国家具有一定的代表性和参考性，可以做到与实际情形足够接近。在此基础上，我们采用计量的实证角度对东道国经济政策不确定性与中国 OFDI 之间的关系进行具体分析。

4.1 变量选取及模型设定

4.1.1 模型设定及变量选取

本研究以中国对外直接投资的流量总额作为被解释变量，构建出一个完整的模型，并对其进行了分析。在查阅了有关文献之后，基于对模型拟合度的考虑，本文选择了对外直接投资存量来进行研究，尽管 OFDI 存量的数据更加完整。但是，流量能够更有效的检验出其对 OFDI 的作用。在本文设定的模型中，共选取了 6 个变量，首先选取东道国 EPU 指数为核心解释变量。同时添加 5 个其他控制变量，从而使该模型能更好地反映出中国 OFDI 的发展趋势。

为解决内生性问题，本文将被解释变量进行滞后一期，构建动态面板模型。同时为解决模型数据可能存在的异方差问题，本文将采取对数转换的方法作用于部分变量。在前一章节，已对模型中的 20 个国家进行详细说明，且由于各个指标的更新时间并不一致，本文最终选取 2003—2020 年的时间段范围。通过 Hausman 检验，分析得出，本模型应拒绝“选择随机效应”的原假设，故将模型设定为固定效应模型，构建的模型具体如下：

$$\ln OFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln OFDI_{it-1} + \beta_2 EPU_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \beta_4 Open + \beta_5 GS + \beta_6 GDP_{pc} + \beta_7 TR + \lambda i + \varepsilon_{it}$$

公式中，由 EPU_{it} 来衡量， t 年样本国 i 的经济政策不确定性指数。而 β_2 则是本研究的重点。如果 β_2 为正值，则表明东道国的 EPU 指数对中国 OFDI 的正向影响，也就是东道国 EPU 提高，将提高中国对外投资的金额。如果 β_2 为负值，这表明东道国 EPU 的增长会削弱中国对外直接投资的增长。如果 β_2 没有显示出任何重要的变化，那么这两个因素之间就没有任何联系。 β_0 代表一个常数， β_1 表示解释变量滞后一期的系数， $\beta_3 - \beta_7$ 则是其他控制变量的回归系数， λ_i 则是东道国的固定效应，而 ε_{it} 则是一个随机误差项。

（一）核心解释变量

由于绿地投资与东道国 EPU 指数涵盖国家和时间的一致性问题的，本文选取 20 个不同国家作为研究对象，并将时间范围确定在 2003—2020 年。这 20 个样本国具体包括：欧洲 9 个，德国、意大利、英国、法国、西班牙、爱尔兰、俄罗斯、荷兰和瑞典；亚洲及大洋洲 5 个，日本、韩国、新加坡、印度和澳大利亚；北美 2 个，加拿大和美国；拉丁美洲 3 个，墨西哥、巴西及智利。由于中国香港在对外投资中的特殊作用以及特殊地位，因此中国香港不在中国的测算范围内。从经济政策不确定性指数网站汇总月度数据，求出算术平均数，并转化为年度数据，处理如下：

$$EPU_y = \frac{1}{12} \sum_{t=1}^{12} EPU_t$$

（二）被解释变量

研究发现对外投资情况的参考指标主要有流量和存量两种，本文将对外直接投资流量作为被解释变量。本文参考大多数学者的处理办法，鉴于流量更能体现出经济政策的波动情况，故选取流量数据作为被解释变量。由于商务部官网从 2003 年开始发布对外直接投资相关数据，根据本文所需数据的时间范围，将对外投资流量中 2003—2020 年的数据来进行分析。同时，鉴于对外直接投资存在一定的延续性，本文将对外投资流量做滞后一期，并作为解释变量加入模型。

（三）控制变量

（1）经济规模

东道国的市场规模可以通过 GDP 这一指标进行代表。通常来说，市场规模越大的国家其资本市场对应的规模也会较大，同时也意味着资本会有更多的投资机会，这些因素会使得国家的投资额得以增加，换言之东道国的 GDP 越高，对应的接受更多机会外来资本的可能性更高。一般来说，无论出于任何目的企业投资，东道国的市场规模

与市场需求呈正相关。这也说明企业目的实现的可能性与设立关联公司是同方向变化。相对而言，对外直接投资主要流向了发达国家，这些发达国家的市场规模较大。但也有不少对外投资流向了经济发展水平较低的发展中国家。一国经济规模的大小对于向跨国企业投资来说可能会产生一定的作用，但其影响方向和效应还不清楚。因此，本文将选取国内生产总值（GDP）作为经济规模的变量。

（2）经济发展水平

一国的经济发展程度越高，其国民的消费能力就会越强，其消费需求就会越大，这是一个国家的基本特征。所以，经济发展水平与吸引外资程度成正比的，即说明经济发展水平越高，吸引的外资就越多。并且相对于 GDP 总量，人均 GDP 把一国的人口计算在内，能体现出一国的人口变化对经济发展水平的影响程度。本文以东道地区的人均国内生产总值为指标，对东道地区的经济发展进行了评价。

（3）国际开放程度

一国的对外开放水平能够体现出其对外国资本流入的看法，进而会对跨国公司的投资与生产运营造成直接或间接的影响。国际开放程度越高，对国际之间交流合作、人员调配、信息流动都有极大的益处，也说明对外合作交流的障碍减少，就会更有利于吸引外国直接投资的流入。将东道国的进出口贸易额与国内生产总值之比，当作国际开放程度的一种代理指标。

（4）政治稳定度

近几年来，越来越多的人开始关注政治因素对对外直接投资的影响。一国的政治稳定性越高，它的商业环境就越稳定，投资风险也就越小，越容易吸引外资。政治稳定性可以部分抵消政策不确定性对外资流入的负面作用。在衡量一国的政治稳定程度时，本文选取了美国官方公布的国际国别风险指南 ICRG 指数中的政治稳定指数（GS），并取对数加入模型中。

（5）双边贸易联系

跨国公司在进行海外直接投资时，往往会选择那些与其母国有较强关联性的国家作为自己的投资对象。当双方的贸易规模较大时，则表示中美之间的信任、文化和制度障碍较少，其对本国公司的投资也较具吸引力。在此基础上，我们将中国和东道国之间每年的进出口总值，作为两国间的贸易纽带，称为“TR”。

表 4.1 变量说明

变量	变量定义	变量说明	数据来源	预期符号
\ln_{OFDI}	中国对东道国的对外直接投资流量	衡量中国对东道国的对外直接投资的水平	中国对外直接投资统计公报	/
EPU	东道国的经济政策不确定性指数	衡量东道国的经济政策不确定性	经济政策不确定性网站	—
GDP	东道国国内生产总值	衡量东道国的经济规模	World Bank 数据库	+
GDPpc	东道国人均国内生产总值	衡量东道国经济发展水平	World Bank 数据库	+
Open	东道国进出口占其 GDP 的比重	衡量东道国国际开放程度	World Bank 数据库	+
\ln_{gs}	ICRG 政治稳定指数	衡量东道国政治稳定程度	PRS 数据库	+
\ln_{TR}	双边贸易联系	衡量东道国与中国的年进出口贸易总额	中经网	—

4.1.2 数据来源

鉴于选取样本数据的可获得性，本文参考借鉴《中国对外直接投资统计公报》中的数据纪律，并且本文拟将时间范围限定在 2003—2020 年的对外直接投资数据进行研究。为此，本文拟以 2003—2020 年期间中国 OFDI 为样本，考察东道国 EPU 指数如何对中国 OFDI 产生影响。而现有的经济政策的不确定性数据是通过斯坦福大学、芝加哥大学和西北大学三所大学共同推出的，可以从其官方网站上获得。该项指数范围采用了包含中国在内的二十二个国家地区经济政策不确定性指标的月度数据，同时，研究过程中指标排除了相关资料数据欠缺较多以及存有大量合法避税政策特点的国家地区，从而更好保障数据资料完整度实现研究的目的。因此，本研究针对月度数据采用算数加总平均进而得到年度数据方式选取澳大利亚、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、法国、德国、印度、爱尔兰、意大利、日本、韩国、墨西哥、荷兰、俄罗斯、新

加坡、西班牙、瑞典、英国和美国等 20 个国家为样本展开中国对外直接投资研究，时间区间为 2003 年至 2020 年鉴。为保证研究客观准确采用数据来源为世界银行数据库的东道国经济规模、工资水平以及政治稳定度和外资开放度为控制变量，研究中的 GS 政治稳定指数来自 PRS 数据库。在此基础上本研究对部分变量进行“缩尾”处理以确保数据中的极端异常值被剔除不影响分析结果。

4.2 基准回归结果

4.2.1 描述性统计

通过对样本数据进行收集和整理，本文最终得到 2003—2020 年所有样本的面板数据，上述数据的描述性统计见表 4.2。由表可知，东道国的经济政策不确定性指数这一核心解释变量的均值为 134.6023，最小值为 44.40，最大值为 464.24。这说明样本中的国家经济波动较大，正处于政策调整期。中国 OFDI 流量这一被解释变量均值为 9.4594，最小值为 2.89，最大值为 13.60。这说明中国对外直接投资流量对于不同东道国具有较大的差异。因此本研究方法时行之有效的。

表 4.2 描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
\ln_{OFDI}	341	9.4594	2.408	2.89	9.79	13.60
EPU	360	134.6023	72.968	44.40	118.39	464.24
GDP3	360	7.4560	14.614	-1.46	1.49	80.29
Open	360	60.7664	53.596	18.09	47.07	323.58
\ln_{gs}	360	2.0281	0.177	1.61	2.08	2.40
GDPpc3	360	3.2620	1.894	0.08	3.62	6.98
\ln_{TR}	358	26.6914	0.918	24.01	26.85	28.50

4.2.2 固定效应检验

本文对各样本变量进行相关性分析的目的，就是为了避免数据出现多重共线性问题，通过实证得到样本数据的相关系数矩阵。由表可知，除了 \ln_{OFDI} 与 \ln_{GDP} 的相关系数超过 0.6 以外，其他值均小于 0.6。即总体来说，各样本变量间相关系数较低，可以认为样本变量之间不会出现严重的多重共线性问题，保证了本文实证部分的准确性。

表 4.3 相关系数矩阵

	\ln_{OFDI}	EPU	GDP	Open	\ln_{GS}	GDPpc	\ln_{TR}
\ln_{OFDI}	1						
EPU	0.371***	1					
GDP	0.641***	0.212***	1				
Open	0.163***	-0.0670	0.186***	1			
\ln_{gs}	0.0190	0.0430	-0.0200	-0.0840	1		
GDPpc	0.412***	0.180***	0.432***	0.270***	-0.087*	1	
\ln_{TR}	0.00400	-0.0550	-0.0220	0.0740	-0.0600	0.0810	1

表 4.4 方差膨胀因子法

方差膨胀因子 变量名称	VIF	1/VIF
GDPpc	1.32	0.755994
GDP	1.27	0.785710
Open	1.11	0.897540
EPU	1.08	0.923014
\ln_{TR}	1.02	0.981099
\ln_{gs}	1.01	0.985344
Mean VIF		1.14

通过方差膨胀因子法的再次检验,进一步确保模型估计的有效性。通常而言,方差膨胀因子(VIF)小于10就排除了变量间共线性对回归结果的影响。根据表4.4的方差膨胀因子可知,变量的相关系数的VIF都小于10,这就进一步确保多重共线性不会对实证结果造成误的可能性。通过相关系数矩阵和方差膨胀因子法,都说明模型中变量不存在多重共线性,说明模型设定相对合理,进而确保计量结果的准确性。

表 4.5 固定效应检验^①

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}
EPU	-0.0023*	-0.0023**	-0.0019*	-0.0019*	-0.0021*	-0.0022**
	(-1.8778)	(-2.1207)	(-1.7969)	(-1.7877)	(-1.9516)	(-2.0670)
	(-10.2221)	(-7.9662)	(-8.2577)	(-8.3570)	(-6.8940)	(-6.7322)
GDP		0.0320***	0.0354***	0.0354***	0.0388***	0.0384***
		(5.7564)	(6.0058)	(5.9915)	(6.4191)	(6.3268)
Open			0.0098**	0.0097**	0.0041	0.0042
			(2.3240)	(2.2853)	(0.8537)	(0.8685)
lnGS				0.1688	0.1262	0.1465
				(0.4916)	(0.3645)	(0.4220)
GDPpc					-0.3146**	-0.3130**
					(-2.3121)	(-2.2735)
lnTR						-0.0765
						(-1.2127)
cons	7.9175***	7.4915***	7.1332***	6.7614***	8.2330***	10.1642***
	(19.8517)	(17.6902)	(15.4221)	(8.0131)	(7.6757)	(5.1363)
N	341	341	341	341	341	339
adj. R ²	0.807	0.826	0.828	0.827	0.829	0.828

^①注: **、*代表在 1%、5%、10%水平上显著;估计系数括号内为对应 z 检验值;Sargan 统计量和 AR

(1)、AR(2)的第一行为对应的检验值,括号内为对应 P 值。下同

通过对变量的对数转换，进而消除相关的异方差问题。Hausman 的检测表明，P 值低于 0.05，这一结论完全否定了“选择随机效应”的假设，因此，本文决定采用固定效应模型，并对其进行分析，实证结果见表 4.5 和表 4.6。

根据表 4.5 中的回归结果，总体来看，东道国经济政策与我国 OFDI 之间存在负向相关，再依次加入不同的多个控制变量时，这种负向相关也一直存在，说明这种负向相关性很强，受其他控制变量的影响很小。换言之，东道国经济政策不确定性的不断提高，对我国企业对外投资产生不利影响，不利于企业向外走出去。

4.2.3 内生性处理

针对该模型可能出现的内生性问题，增加中国 OFDI 滞后一期作为解释变量，构建动态面板模型。在此研究中，针对数据处理模型设定而采用固定效应，对解释变量进行滞后处理，这样可以在相对范围内缓解模型的内生性问题。但此方法不足以彻底的解决内生性问题，当模型存有和序列相关的问题时，内生性问题就难以保证得到充分控制。针对此问题研究中采用动态面板广义矩估计方法进行估计，从而达到精准分布随机误差项的严格设定。换句话说，GMM 估计在实现未观测个体效应同时可以实现对时间效应的合理化控制，使得该模型的估计结果在随机误差项为序列无关或者异方差形式下依然可以保证成立，进而也有效地避免 OLS 和 FE 模型无法解决的内生性挑战。综上所述，GMM 技术的运用可以有效地解决本研究中的内生问题。

东道国经济政策的不确定性对中国 OFDI 的实证回归分析结果（见表 4.6）可以得知无论是否加入控制变量对于核心解释变量 EPU 的显著性与符号都没有影响，通过采用系统 GMM 和差分 GMM 估计方法进行回归估计，除了各变量系数存在差异以及部分变量显著性有所降低外，大多数解释变量的显著性也没有发生变化，因此，所设模型具有较高的稳健性。此外，研究模型通过 Hansen 检验，并未出现过度识别情况，表明所选取工具变量发挥出了应有的效用。在对 AR（1）和 AR（2）检验中 P 值的观察中验证扰动项不存在二阶自相关问题，综上该模型通过检验。广义矩估计的两种方法的比较，结果表明，它们均具有较高的可靠性。由于差分 GMM 具有显著性和较高的拟合度，因此本研究采用差分 GMM 法进行回归分析，以深入探究其中的机制和原理。（即表中第（3）列）。

表 4.6 系统 GMM 和差分 GMM

	(1)系统 GMM	(2)	(3)差分 GMM	(4)
	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}
L. \ln_{OFDI}	0.7275*** (41.0272)	0.5371*** (19.2999)	1.2029*** (12.6142)	0.2812*** (2.9981)
EPU	-0.0007** (-2.2634)	-0.0011*** (-2.8682)	-0.0077*** (-3.1337)	0.0078*** (-3.7063)
GDP3		0.0558*** (11.7481)		0.0858*** (5.4191)
Open		-0.0017 (-1.1340)		0.0648*** (4.7382)
\ln_{GS}		0.4415 (1.7145)		0.9518* (1.9562)
GDP_{pc3}		-0.0039 (-0.0555)		2.6569*** (5.5616)
\ln_{TR}		-0.0632 (-0.9718)		-5863*** (-3.3617)
_cons	2.9599*** (20.5278)	5.2691*** (3.4090)		
N	307	305	285	285
Hansen	0.3837	0.1086	0.1804	0.2764
AR(1)	0.0291	0.0012	0.0021	0.0037
AR(2)	0.0763	0.0274	0.1208	0.1364
AR(3)	0.1784	0.1612		

表 4.7 差分 GMM 回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}
L. \ln_{OFDI}	1.2029*** (12.6142)	1.1492*** (9.3711)	0.4844*** (3.8823)	0.5931*** (7.7512)	0.2915** (2.1350)	0.2812*** (2.9981)
EPU	-0.0077*** (-3.1337)	-0.0076*** (-3.0663)	-0.0095** (-0.904)	-0.0077* (-0.7323)	-0.0055* (-0.7623)	-0.0078*** (-3.7063)
GDP3		0.0079 (0.6575)	0.1799*** (3.8082)	0.0987** (2.1553)	0.0747** (2.6890)	0.0858*** (5.4191)
Open			0.0480** (2.3702)	0.0155 (1.4223)	0.0568*** (3.1985)	0.0648*** (4.7382)
\ln_{GS}				6.7969** (2.1168)	0.7936 (0.9131)	0.9518* (1.9562)
GDPpc3					2.4207*** (3.5652)	2.6569*** (5.5616)
\ln_{TR}						-0.5863*** (-3.3617)
N	285	285	285	285	285	285
Hansen	0.1804	0.1138	0.462	0.1242	0.2268	0.2764
AR(1)	0.0021	0.0273	0.0110	0.0578	0.0103	0.0037
AR(2)	0.1208	0.1033	0.1437	0.5676	0.9716	0.1364

表 4.7 对模型进行了回归，结果表明，当我们所构建的模型中，在我们模型控制变量的个数不断增加的基础上，被解释变量和解释变量始终呈现负相关。在逐渐增加控制变量的过程中，模型在符号与显著性方面没有太大改变，表明回归结果是比较稳定的。从该模型中可以通过计量方法得出，当控制其他变量不变时，东道国经济政策不确定性每升一个单位，中国的对外直接投资将下降 0.78%。这一回归结果表明，东道国经济政策不确定性增加，抑制了中国对外投资，这也符合前文研究假设。由于宏观政策不确定，东道国经济政策不确定性越大，企业海外生产经营将面临更多风险。因

此, 在一国经济政策不确定性上升之际, 会给我国 OFDI 带来负面影响。现结合差分 GMM 法回归结果, 作出具体的阐释说明:

(一) 东道国 EPU 的变动与中国 OFDI 呈显著负向关系

东道国 EPU 上升会对中国对外投资产生抑制作用。EPU 的回归系数为负, 符号与预期推测一致, 并在多层面显著。这充分表明投资企业会遇到一些风险, 大概率是受到了东道国 EPU 水平上升的冲击, 由于东道国的经济政策具有很大不确定性, 和宏观政策的不确定性, 企业在海外生产经营中也会面临较大风险。进而强化企业预防性动机等, 融资成本上升等问题, 并且显著的制约着我国对外投资规模。企业为了避免上述风险, 在进行对外直接投资的时候, 将主要针对经济政策不确定性小的国家。所以东道国经济政策不确定性的增加会对我国的对外直接投资产生负面影响。

(二) 东道国的市场规模与中国 OFDI 呈正向关系

东道国市场规模和中国 OFDI 正相关, 也就是东道国市场规模越大, 中国对外直接投资水平越高。首先, 由于东道国不完善的制度环境可能会对中国企业产生一定的鞭策作用, 并且研究发现经济发展水平越高的区域就越发达, 同时该高水平区域对外来企业和制度的包容性就越大。对东道国而言, 选择经济市场规模就好的区域, 就可以减少对其投资建设的成本, 提高企业的利润率, 并且经济程度较高的地区, 其相应的制度建设或是基础设施, 都相对比较完善, 从而促进了我国的对外直接投资。所以企业在对外直接投资中, 应尽量选择经济发展水平较高东道国进行投资。

(三) 东道国的国际开放度与中国的 OFDI 具有正相关关系

东道国国际开放度越高, 中国 OFDI 越大。在经济政策不确定的背景下, 东道国国际开放度与我国 OFDI 呈正相关关系, 但是系数较小。也就是东道国国际开放度仍然促进中国对外直接投资, 但是效果越来越弱。

(四) 东道国和中国的双边贸易联系与中国 OFDI 呈正相关

双边贸易联系将积极促进我国对外直接投资收到双边贸易关系的正向引导作用, 即双边贸易联系越紧密, 中国对外投资就大, 对中国具有积极的促进作用。LnTR 回归系数为负且符号与预期推测不符。其原因可能在于, 中国对外投资的类型和出口贸易紧密相连, 东道国对中国双边贸易额越大, 当经济政策不确定性增加时, 中国对东道国投资越多, 其风险就越高, 中国的对外直接投资将变得更为审慎。

(五) 东道国的相对工资水平与中国 OFDI 呈正相关

东道国富裕程度的提高以及消费实力的增强，意味着东道国的市场需求不断扩大，由此推动了中国企业对该国的对外直接投资。一方面，相对工资水平能够测度东道国和中国之间的相对劳动力成本水平，另一方面，它还能衡量东道国相对于中国富裕程度及消费实力。本文以相对人均 GDP 来度量相对人均工资水平，且与中国的对外直接投资显着正相关。

（六）东道国和中国政治稳定度与中国 OFDI 呈正相关

政治稳定度（GS）系数对模型回归结果都是正值，并且在模型 10%统计水平下是显著的，表明政治稳定度越高，越能吸引中国的对外直接投资，符合预期。

综上，动态面板 GMM 是一个十分重要的计量模型，用来研究经济学中存在的问题，能给出比静态模型更精确的估计结果。根据 OFDI 滞后一期的研究发现，前一期投资所带来的沉没成本，对本期投资有显著正向影响，还有学者把它理解为对投资行为的示范作用。

4.2.4 分时间段回归分析

最后对其扩展性分时段分析，具体实证结果如表 4.8 所示。本次实证分析基于两方面考虑，其一，在近年来国际形势日益复杂多变的基础上，各种黑天鹅事件频频发生，每个国家都处在一个超级不确定的年代，挑战之多前所未有。为平稳国内经济形势的发展，经济政策的不确定性不可避免地增加，由于各个国家都在制定不同的方案以应对经济波动性，因而对对外投资活动产生影响。通过将 2010 年作为一个分界线，将东道国 EPU 的变动与中国的 OFDI 之间的关系进行比较，以探究其可能带来的差异性。经过回归分析所得到的结果，2011—2020 年的 EPU 回归系数显著高于 2005—2010 年，两个时间段的系数分别为-0.0097 和-0.0040，这表明前者的系数明显高于后者。

通过分析上述结果得出，在最近几年的发展中，在我国对外投资的过程中，应采取谨慎态度去面对经济政策不确定性的冲击作用。另一类则借助上述两个分样本的方法加以考察，并最终得出对模型进行稳健性检验。在实证过程中，首先利用主成分分析方法将各变量变形得到综合指标，从而得出预测结果。以前通过添加控制变量，以及选择不同估计方法，对所建立的模型进行回归，该模型都具有较好的稳健性。以

2010 年为时间界限，选取分时间段进行分析，东道国的 EPU 指数符号始终为负，并且显著，与前面的分析一致，最后说明模型通过了稳健性检验。

表 4.8 分时间段回归结果

	(1) 2005—2010	(2) 2011—2020
	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}
L. \ln_{OFDI}	0.4373*** (4.7465)	0.5905*** (3.4484)
EPU	-0.0040** (-2.4642)	-0.0097** (-1.7998)
GDP3	0.0408** (2.6881)	0.0814* (2.0072)
Open	0.0402** (2.2739)	-0.0014 (-0.0193)
\ln_{GS}	1.0776 (0.7137)	1.8525 (0.8283)
GDPpc3	0.4066* (1.7747)	-1.3638 (-1.1988)
\ln_{TR}	0.0324 (0.5318)	-0.0565 (-0.6159)
N	270	270
Hansen	0.3589	0.4117
AR(1)	0.0473	0.0344
AR(2)	0.1716	0.3991

4.2.5 进入方式回归分析

OFDI 主要有跨国并购和绿地投资两个进入方式。跨国并购大多通过收购东道国在位企业的资产或股份来实现，实现东道国企业对投资的局部或全部掌握。绿地投资由东道国区域提供，进行新建企业，采取开设分部，把原有生产资源扩展到世界各个国家和地区，在创造新的生产力的进程。这种模式通常会涉及到东道国政府和当地投资者之间的利益博弈问题。上述两种进入模式一起，形成了中国 OFDI 绝大多数的整体规模。两种 OFDI 模式在经济变量上的作用是不一样的，所以，文章判断了东道国经济政策的不确定性对于绿地投资与跨国并购规模的差异性作用，同时，如果对这两种进入方式进行详细分析和研究，就会加深对中国 OFDI 的理解研究，丰富本文的研究内容，使得中国对外投资具有不同角度的分析研究。鉴于数据的可获得性，本文将样本数据的时间范围划定为 2003—2020 年，数据来源于 UNCTAD 数据库，表 4.9 第（1）列和第（2）列分别对应绿地投资规模和跨国并购规模的检验结果。表 4.9 中第（1）列核心解释变量 Epu 系数为-0.0031，且在 5%的水平上具有显著性。第（2）列-0.0020，保持 1%水平上的负向显著。这种不可收回的成本是由东道国的政治风险和经济风险共同作用形成的，而这两个风险之间又存在着相互联系。同时，随着时间的推移，这些损失逐渐累积到一定程度后将导致投资者退出东道国。

东道国经济政策不确定性对两种进入方式具有不同的影响，对绿地投资的影响程度更胜于跨国并购的影响程度，根据变量前的系数进行分析得到。这些成本会对东道国的经济增长造成负面影响，甚至引发金融危机。造成上述后果的原因是多个方面的：首先，东道国经济政策中的不确定因素有所增加，企业之间开始产生竞争关系，每个企业都想使自己的产品获得支持，使业界的竞争程度日趋激烈；与此同时，东道国经济发展水平不高，导致对外投资的成本上升，投资国很难或者很慢从被投资国中得到回报和收益。其次，跨国并购的企业自身具有较为强大的实力，能承受住相对绿地投资更大的资金压力，不容易受工程建设期干扰，跨国并购可以是并购后，即时取得目标企业之价值，从而缓解融资约束。第三，在东道国市场上存在着不同的政治风险，东道国的政治经济制度和文化因素也决定了企业在进行跨国并购时要考虑到政治风险问题，避免被政府管制。而针对绿地投资的投资回报速度较慢，需要等待一段时间得到收益，这更加导致金融摩擦的敏感性。因此，我国企业对外投资时，可以更偏向于跨国并购，更直接获得东道国资源，注意规避风险，并更能保证在不确定性相关

环境下取得经营合法性。

表 4.9 不同进入方式回归结果

变量	(1)绿地投资	(2)跨国并购
	lna	lnb
L.lna	0.7223*** (13.2436)	
L.lnb		0.2796*** (21.4592)
EPU	-0.0031** (-2.8055)	-0.0020*** (-3.6163)
GDP	0.0057 (0.9673)	0.0041 (1.6145)
Open	0.0251*** (5.4473)	0.0068*** (8.1638)
lnGS	-1.3211 (-1.4167)	0.0879 (0.8697)
GDPpc	0.9797*** (9.6682)	0.2030*** (4.8371)
lnTR	0.0247 (0.6497)	-0.0027 (-0.1426)
N	278	278
Hansen	0.1962	0.2892
AR(1)	0.0015	0.0025
AR(2)	0.3173	0.1079

4.3 稳定性检验

表 4.10 增加控制变量检验

	(1)流量	(2)	(3)存量	(4)
	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}	\ln_{OFDI}
$L.\ln_{OFDI}$	1.2029*** (12.6142)	0.2812*** (2.9981)		
$L.\ln_{OFDI}$			1.0208*** (27.7352)	0.9834*** (29.6346)
EPU	-0.0077*** (-3.1337)	-0.0078*** (-3.7063)	-0.0038** (-2.5757)	-0.0038*** (-3.4393)
GDP		0.0858*** (5.4191)		0.0086* (1.9901)
Open		0.0648*** (4.7382)		0.0030 (1.5879)
lnGS		0.9518* (1.9562)		0.0567 (0.4031)
GDPpc		2.6569*** (5.5616)		0.0339 (0.6825)
lnTR		-0.5863*** (-3.3617)		-0.0030 (-0.1344)
N	285	285	318	318
Hansen	0.1804	0.2764	0.2505	0.9324
AR(1)	0.0021	0.0037	0.0163	0.0192
AR(2)	0.1208	0.1364	0.9341	0.9380

参考《对外直接投资统计公报》，可以清楚地看到我国的对外直接投资既包括流动性，也包括静态性。在前文进行基本回归分析的基础上，以 OFDI 流量为核心解释变量，为了做稳健性检验，进一步利用 OFDI 的存量数据进行回归分析，得到的回归结果见表 4.10。

根据回归分析，我们发现东道国的经济政策不确定性仍然存在显著的负面影响，这与表 4.8 的基准回归结果相当一致。此外，该模型的其他变量也与以往的实证检验结果相当一致，这表明即使改变对外直接投资的测度方法，也不会影响本文的研究结论，因此这一分析结果显示具有较高的稳健性。

5 结论与政策建议

5.1 研究结论

本文从东道国的角度出发，剖析了经济政策不确定性对中国 OFDI 的影响，根据有关理论研究，提出了有关假设并用实证分析的方法进行验证，本文还探讨了东道国经济政策不确定性对于中国分时段对外直接投资差异的影响，并研究不同进入方式在 OFDI 中的差异性作用，结论如下：

（一）东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 具有显著抑制作用。不管是固定效应还是差分 GMM，这两种估计方式的回归系数都呈现出负值，表明它们之间存在着明显的负相关性。经过模型分析，本文发现与先前的理论研究结果基本吻合。东道国调整经济政策，对于原跨国投资企业的国内投资战略布局将造成一定的冲击，企业需付出一定的代价，以适应东道国不断变化的经济政策形势。

（二）为确保模型全面完备，加入的若干控制变量基本上符合理论预期。其在受东道国经济政策不确定因素影响，东道国经济规模和政治稳定度等因素，这些因素都对我国对外投资产生积极的促进作用，符合研究预期。随着一国经济的不断壮大，其基础设施的完善程度也会提升，且外资的开放程度也会更加高，这说明该国的经济发展水平较高，拥有更多的接受和包容度，使得外资更容易进入且降低了企业在国内的投资和运营成本。所以企业对外直接投资时，尽可能的偏向于经济较高的国家和地区，这些经济水平高的国家和地区，对应较高的基础设施与较完善的制度体系，对对外投资企业也是一种保障。但是 Ln_{TR} 并不符合研究预期，具体的理由已经在上文进行了说明和阐述，不再重复。

（三）研究发现 EPU 回归系数值在 2011 年—2020 年比 2005—2010 年显示更显著的负面冲击力。由于东道国的经济政策存在不确定性，因此它们对外国直接投资的影响也各不相同。

（四）东道国经济政策的不确定性对绿地投资的影响大于对跨国并购的影响，存在差异性。其原因是多方面的，第一，本文研究表明跨国并购进入模式对于东道国原竞争格局变化不大，绿地企业进入方式会引起外资企业对东道国产业份额的再分配。其次通过实证分析发现东道国经济政策的不确定性与外资进入方式之间存在显著正相

关关系。当中国的经济政策存在很大的不确定因素的时候，并在无有效外部需求时，进入新的工程会遇到很大的障碍。二是因对外来资本依赖性强，绿地投资减少较多，因此它更依赖于外来资本，致使它的增长幅度很大。在极端复杂的环境中，跨境并购应当重点关注“资产打包”型融合，通过整合各方的政策资源，从而激励并购行为。

5.2 政策建议

在经济全球化不断推进以及经济形势不断波动的今天，国家经济政策不确定性和全球经济政策不确定性都具有相互渗透的效应。为了推动我国企业更好地开展对外直接投资工作，在前面分析结论的基础上，文章对企业对外直接投资提出了以下几点政策建议：

（一）企业发展对外直接投资应当有选择性

为了达到更高的目标水准，企业应该选择那些经济发达、基础设施先进、外资流入更加自由的地区。这样，它们才能更好地吸引并留住外来投资者，并为他们提供更多的机会。同时，这些国家的经济发展水平越高，其基础设施也会更加完善，这样可以降低企业进行对外直接投资的时间和运营成本。此外，这些国家的高度开放，可以促进企业更好的了解对外投资市场的现实发展。通过建立有效外部投资策略，可大幅度降低试错成本。从长期来看，随着我国资本市场和金融环境的不断完善以及企业自身经营管理能力的不断提高，企业会越来越重视对外投资。因此，在进行对外直接投资时，经济发展水平高、基础设施越是完善，外资开放度高，越能够有效的吸引外资的进入。

（二）国家要改变对外投资模式，加大对外投资的区位选择力度

以上结论表明，我国的 OFDI 过多地集中于部分国家，这体现了中国投资战略的相对单一。各国应指导企业和研究机构加大针对当前和今后重点投资地区以及各国经济政策不确定性开展相关研究，为了帮助公司在进行投资之前，能够掌握投资国更多关于经济政策不确定性的数据，提高企业在境外投资安全。以期有助于对外直接投资企业更深刻地认识国际形势和所在国，由此降低了对外直接投资风险。因此，中国企业通过改变对外投资的模式和扩大投资地点的范围，来提升投资组合的效率，这一举措显得尤为重要。

（三）坚持经济政策透明性，完善有效预警机制

东道国的经济政策可能会出现变化，这为中国的企业提供了一个良好的发展环境，以满足其市场需求。然而，也会带来新的挑战，增加企业承担的不确定风险。因此，中国的政府和企业都必须重视经济政策的变化，以便有效地应对这些变化。一、为了应对东道国可能出现的不确定性，中国政府必须建立一个及时、有效的预警机制。因为经济政策的不确定性会导致企业面临巨大的风险。同时，政府还需要及时向跨国企业提供东道国的经济政策信息，以缓解市场上的信息不平衡，并最终消除这种不利的影响。在进行国际直接投资之前，跨国公司应该充分了解东道国的情况，避免盲目跟随，并加强对东道国的经济政策、市场环境的研究，以便尽快适应东道国的经济和政策。同时，要根据东道国的国情和实际情况，采取合适的战略，以最大限度地降低风险。

（四）建立健全信息共享机制、加强国际交流与合作

在全球经济形势每况愈下的情况下，出现了英国脱欧等“反全球化”趋势，这些现象体现了反全球化思潮，有助于“逆全球化”的发展，但也使得国家和全球经济政策的不确定性更加明显，从而给全球经济和贸易带来了负面影响。根据本文的研究分析得出结论，根据本文的研究结果显示，中国对发达国家的直接投资大幅度下降。这可能因为东道国的经济政策存在不确定性，故我国可以与东道国取得长远联系，进行不同方面和层次的深入交流，互相借鉴，共同发展，坚持和平发展理念，促进双边在高科技领域开展合作与发展。与东道国开展更深入的协作，建立和完善信息共享机制等等，以及相应的跨国企业扶持政策，为跨国企业提供便利，以此来规避东道国因市场不确定性所带来的风险。

（五）强化企业研发投入，提升企业自身实力

企业应在 R&D 资源方面下大力气，以提高创新能力，提升核心竞争力。技术创新促进企业的发展，进而使得企业能够具有更强的环境适应能力，更多的利润。企业可以通过技术创新来获得新产品，新工艺，新技术，并使其商品化，取得持续竞争优势，必须通过从而实现规模效益和范围经济效益。对于相当一部分制造业企业而言，提高生产效率，意味着生产的成本下降。同时，也有助于改善企业经营业绩，促进其持续发展。因此，当东道国受到经济政策不确定性影响导致生产成本提高时，生产率更高的公司，要不断提高风险抵抗能力。

（六）加大金融行业特别是银行业监管力度

银行业致力于为企业提供融资服务，并且将继续推动企业在海外的投资和发展。因此，如果东道国的经济政策出现了巨大的变化，这将会给中国的企业带来重大的挑战，并会给我国金融系统中的商业银行等带来严重打击，不利于商业银行等金融系统的长远发展；鉴于经济政策的不断波动性，其中的不确定性可能会对国内外的金融机构造成重大影响。采取严格的监管措施，特别是对银行业的监管，将有助于更好地掌握金融市场的变化，及早发现和应对潜在的风险，从而提升金融机构应对全球经济不稳定性的能力。

参考文献

- [1] Baker, Scott R., Bloom, Nicholas, Davis, Steven J.. Measuring Economic Policy Uncertainty[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4).
- [2] Gao Chen, Cao Mingshuo, Wen Ya, Xu Jiang. China's Outward Foreign Direct Investment and Bilateral Trade Potential: A Theoretical and Empirical Study[J]. *Mathematical Problems in Engineering*, 2022, 2022.
- [3] Hankins William B., Cheng Chak Hung Jack, Stone Anna-Leigh. The impact of uncertainty shocks on state-level employment[J]. *Journal of Macroeconomics*, 2022, 73.
- [4] John H. Dunning. Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests[J]. *Journal of International Business Studies*, 1980, 11(1).
- [5] Mohib Ur Rahman. The Contagion of Chinese Economic Policy Uncertainty (EPU): Evidence from Southeast Asian Stock Markets[D]. 浙江工商大学, 2020.
- [6] Qing LIU, Yanchao ZHANG, Langxing LI, Shuaihang LI. The Interactive Impact of Trade Policy Uncertainty and Credit Constraint Heterogeneity on Firms' Export Margins: Theory and Empirics[J]. *Journal of Systems Science and Information*, 2021, 9(06):575-607.
- [7] Urom Christian, Ndubuisi Gideon, Ozor Jude. Economic activity, and financial and commodity markets' shocks: An analysis of implied volatility indexes[J]. *International Economics*, 2021, 165.
- [8] Zhou Kexuan, Kumar Sanjay, Yu Linhui, Jiang Xinlin. The economic policy uncertainty and the choice of entry mode of outward foreign direct investment: Cross-border MA or Greenfield Investment[J]. *Journal of Asian Economics*, 2021, 74(prepublish).
- [9] 李婷, 张灿. 比较视角下中国区域发展与区域政策研究[J]. *哈尔滨工业大学学报(社会科学版)*, 2022, 24(06):155-160.
- [10] 丘俭裕. “一带一路”视域下制度距离对中国对外直接投资的影响研究[D]. 吉林大学, 2022.
- [11] 隋梦雪. 东道国经济政策不确定性对中国企业 OFDI 进入模式选择的影响研究[D]. 山东大学, 2022.
- [12] 郑淑芳, 温湖炜, 谢会强. 经济政策不确定性与中国 OFDI 企业国际化模式—来自微观

- 企业的证据[J].大连理工大学学报(社会科学版),2022,43(04):42-54.
- [13] 邱娟,骆鑫源,卓懋百.经济政策不确定性对中国 OFDI 的影响—基于中国对重要 8 国投资面板数据的分析[J].科技和产业,2022,22(05):300-306.
- [14] 曲国明,潘镇.不确定条件下中国企业对外直接投资设立模式选择—基于实物期权理论的逻辑与实证检验[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2022,(03):68-86.
- [15] 杨莲娜,张婷.RCEP 国家投资便利化及其对我国 OFDI 的影响[J].哈尔滨学院学报,2022,43(02):24-28.
- [16] 瞿霞,李然,李文兴.东道国法律制度对中国企业 OFDI 进入东道国的影响研究—基于中国上市公司微观数据的实证分析[J].宏观经济研究,2022,(02):27-41+136.
- [17] 张省博,黄智琛.双边税收协定如何影响 OFDI?:基于税收协定异质性的视角[J].世界经济研究,2022,(01):119-133+136.
- [18] 龙晓柏.“一带一路”视域下中国对外直接投资影响机制研究—基于东道国视域[J].江西社会科学,2021,41(11):57-67.
- [19] 努尔兰别克·哈巴斯,杨梦微.经济政策不确定性对中国 OFDI 的影响研究—来自 174 个国家和地区的经验证据[J].金融发展研究,2021,(09):12-20.
- [20] 张先锋,郭伟,蒋慕超,朱晨.东道国负面舆论偏向与企业 OFDI—基于东道国主流新闻媒体的情感量化分析[J].产业经济研究,2021,(05):69-82.
- [21] 黄肖寒.东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 的影响研究[D].河南财经政法大学,2021.
- [22] 刘帷韬,杨霞,刘伟.产业政策抑制了实体公司金融化吗—来自中国 A 股上市公司的证据[J].广东财经大学学报,2021,36(01):37-49.
- [23] 杜群阳,李中源,于友伟.双边经济政策不确定性与企业对外直接投资[J].浙江社会科学,2020,(09):15-23+156.
- [24] 赵晓晖.经济政策不确定性与中国 OFDI 的贸易效应—基于贸易增加值视角[J].海南金融,2020,(03):53-61.
- [25] 蒋冠宏,曾靓.融资约束与中国企业对外直接投资模式:跨国并购还是绿地投资[J].财贸经济,2020,41(02):132-145.
- [26] 杨永聪,刘慧婷,李颖茵.东道国经济政策不确定性与企业对外直接投资策略[C]//新兴经济体研究会,中国国际文化交流中心,广东工业大学.制度型开放与“一带一路”高质量发展论文集(上),2019:578-589.DOI:10.26914/c.cnkihy.2019.061295.

- [27] 周晶晶,赵增耀.东道国经济政策不确定性对中国企业跨国并购的影响—基于二元边际的视角[J].国际贸易问题,2019,(09):147-160.
- [28] 刘贯春,段玉柱,刘媛媛.经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资[J].经济研究,2019,54(08):53-70.
- [29] 袁晓玲,吕文凯.从“资源引致”向“效率引致”—基于政府效率、引资优惠及溢出效应对 FDI 的影响分析[J].现代经济探讨,2019,(07):10-18.
- [30] 李敏杰,王健.外商直接投资质量与中国绿色全要素生产率增长[J].软科学,2019,33(09):13-20.
- [31] 高凌云,易先忠.外资并购对目标企业生存的影响[J].数量经济技术经济研究,2019,36(04):61-81.
- [32] 潘家栋,韩沈超.经济政策不确定性对我国出口贸易影响的实证分析[J].浙江学刊,2018,(06):105-115.
- [33] 许志伟,王文甫.经济政策不确定性对宏观经济的影响—基于实证与理论的动态分析[J].经济学(季刊),2019,18(01):23-50.
- [34] 陈杰.东道国经济政策不确定性对中国 OFDI 影响的研究[J].河北企业,2018,(05):50-51.
- [35] 杨永聪,李正辉.经济政策不确定性驱动了中国 OFDI 的增长吗—基于动态面板数据的系统 GMM 估计[J].国际贸易问题,2018,(03):138-148.
- [36] 彭俞超,韩珣,李建军.经济政策不确定性与企业金融化[J].中国工业经济,2018,(01):137-155.
- [37] 谭小芬,张文婧.经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J].世界经济,2017,40(12):3-26.
- [38] 蒋冠宏.中国企业对“一带一路”沿线国家市场的进入策略[J].中国工业经济,2017,(09):119-136.
- [39] 蒋冠宏,蒋殿春.绿地投资还是跨国并购:中国企业对外直接投资方式的选择[J].世界经济,2017,40(07):126-146.
- [40] 饶品贵,岳衡,姜国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济,2017,40(02):27-51.
- [41] 谢红军,蒋殿春.竞争优势、资产价格与中国海外并购[J].金融研究,2017,(01):83-98.
- [42] 刘镜秀,门明.经济政策不确定性、金融摩擦与宏观经济[J].技术经济,2015,34(05):94-

- 103+116.
- [43] 李凤羽,杨墨竹.经济政策不确定性会抑制企业投资吗?—基于中国经济政策不确定指数的实证研究[J].金融研究,2015,(04):115-129.
- [44] 韩国高.政策不确定性对企业投资的影响:理论与实证研究[J].经济管理,2014,36(12):62-71.
- [45] 周经,张利敏.制度距离、强效制度环境与中国跨国企业对外投资模式选择[J].国际贸易问题,2014,(11):99-108.
- [46] 蔡冬青,周经.对外直接投资反向技术外溢的国际经验—基于母国吸收能力的考察[J].财经科学,2014,(03):121-130.
- [47] 綦建红,李丽,杨丽.中国 OFDI 的区位选择:基于文化距离的门槛效应与检验[J].国际贸易问题,2012,(12):137-147.
- [48] 阎大颖,任兵,赵奇伟.跨国并购抑或合资新建—基于制度视角的中国企业对外直接投资模式决策分析[J].山西财经大学学报,2010,32(12):80-87.
- [49] 罗大庆,傅步奔.中国货币政策不确定性对宏观经济的影响—基于混合货币政策规则的分析[J].世界经济文汇,2020(04):13-30.
- [50] 蒋莎莎,孙本芝.知识产权保护对中国 OFDI 影响—基于“一带一路”沿线国家的实证分析[J].特区经济,2022(01):55-58.
- [51] 牛超群,康成文.东道国经济制度对中国企业 OFDI 的影响—基于“一带一路”沿线国家数据的实证研究[J].财经理论研究,2021(06):20-28.DOI:10.13894/j.cnki.jfet.2021.06.002.
- [52] 张礼卿,蔡思颖.经济政策不确定性的影响及其跨国传导机制:文献综述[J].金融评论,2020,12(03):105-123+126.

致 谢

终于写到了致谢，也意味着短暂的三年研究生时光就要结束了，这也是人生中最 后一段纯粹的学生时代。始于 2020 年秋，终于 2023 年夏，目之所及，皆是过往。

“桃李不言，下自成蹊。”首先我要衷心的感谢我的导师聂元贞教授。回想当时 第一次选导师的时候，老师虽没有到场，但我看到他的简历和照片，就被恩师吸引。 三年接触下来，老师对我的影响不仅是学术上的严谨和实事求是，更是对待事物的严 谨与认真。感谢老师以过硬的专业素养和高尚得到师德修养启迪我，照亮我前行的 路。

“家人闲坐，灯火可亲。”养育之恩，无以回报。感谢我父母对我无微不至的照 顾，复习备考十多月，每天七点起床帮我做饭，不辞辛劳的养育了我，成为我最坚强 的后盾，让我可以无所顾忌的追求自己的理想。

“初见惊鸿，再见倾心。”感谢王少伟，一个出现在我本科毕业论文中的人，从 高三毕业陪伴至此，经历长达七年异地恋，终于快要收获结果。他是我最好的男朋 友，也是我最好的战友。好朋友的爱，让我更加勇敢，她们都是我最坚强的后盾。

感谢走的很慢但一直在向前的自己。求学长达二十多年，感谢自己的坚持，让自 己看到了更大世界，见识了更长的路。关山初度尘未洗，策马扬鞭再奋蹄。行文终有 收笔时，执笔至此，思绪万千，愿我们前路漫漫亦灿灿！